

إدارة مالية وتمويل

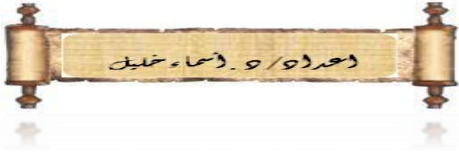


أ.م.د. محمد حسن أحمد مهدي د. أسماء أحمد خليل

أستاذ إدارة الأعمال المساعد—ووكيل كلية
التجارة لشئون خدمة المجتمع وتنمية
البيئة— جامعة سوهاج
قسم إدارة الأعمال— كلية التجارة
جامعة جنوب الوادي

فهرس المحتويات

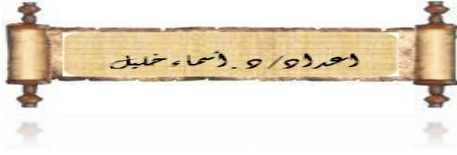
الصفحات	الموضوع
٢٦ - ١	الفصل الأول: مقدمة في الإدارة المالية
٤٧ - ٢٧	الفصل الثاني: السيولة والربحية
٩٩ - ٤٨	الفصل الثالث: دورة التدفق النقدي و بيان تدفق الأموال بالمنشأة
١٣٠-١٠٠	الفصل الرابع: التحليل المالي
١٥٦ - ١٣١	الفصل الخامس: التنبؤ المالي
١٨٦ - ١٥٧	الفصل السادس: تقييم المقترحات الاستثمارية
٢٠٦ - ١٨٧	الفصل السابع: إدارة رأس المال العامل
٢٢٩- ٢٠٧	الفصل الثامن: مبادئ وأسس الاستثمار المالي
٢٤٣-٢٣٠	الفصل التاسع: سوق الأوراق المالية
٢٦٦-٢٤٤	الفصل العاشر: مخاطر الاستثمار المالي
٢٨١ - ٢٦٧	الفصل الحادي عشر: التمويل الدولي
٢٨٦ - ٢٨٢	المراجع



الفصل الأول

مقدمة في الإدارة المالية





الفصل الأول: مقدمة في الإدارة المالية

مقدمة

تعد الإدارة المالية من أهم الوظائف الأساسية التي نجدها في الشركات عموماً، وذلك لما تحظى من أهمية بالغة في تنظيم عمل الشركة.

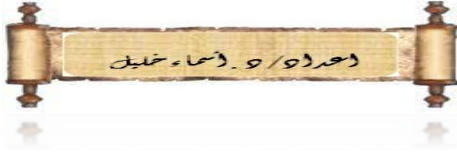
وأنت كرائد أعمال يجب عليك إدراك المقصود بالإدارة المالية والإلمام بكل ما يدور عنها، لذا قدمنا لك دليلك المختصر عن الإدارة المالية وقرارات التمويل.

وسيتم الحديث في الجزء التالي عن كل ما تحتاج لمعرفته حول التمويل والإدارة

المالية.

أولاً: مقدمة في الإدارة المالية

قد تتساءل عن مفهوم الإدارة المالية وتعريفها أو عن وظيفتها والهدف من تخصيصها. فالإدارة المالية هي الإدارة المسؤولة عن دراسة أفضل السبل المؤدية للحصول على رأس المال اللازم وأفضل الوسائل لاستخدام هذا التمويل، بغية الوصول إلى أهم هدف للشركة، وهو تعظيم القيمة السوقية لها، واستثمار رأس المال بكفاءة، بشكلٍ يضمن تعظيم ثروة المساهمين ويحقق البقاء والنمو والاستمرار للمؤسسة.



الإدارة المالية

أي أنها فعلياً فن إدارة التمويل بكفاءة في الشركات والمؤسسات، ففي كيانات التجارة والأعمال والهيئات الخدمية المختلفة، توجد الإدارة المالية التي تتولى الاختصاصات المتعلقة بمتابعة الحركة المالية والمحاسبية، أو ما يعرف بالميزانية Budget، وفق الأهداف الموضوعية مسبقاً لسياسة تشغيل رأس المال.

إن أكثر أنواع الإدارات المالية شيوعاً هي تلك الموجودة في شركات الأعمال التجارية، بخلاف الإدارات المحاسبية والمالية في المؤسسات الخدمية، حيث يكون أغلب أهداف الإدارة المالية متمثلاً بخلق التأثير المادي والمعنوي لكيان المؤسسة المالية عن طريق تعيين رأس المال الرئيسي، و زيادة رأس المال، وتعزيز السيولة المالية، وتحقيق الربح المالي، من أجل تحقيق عائد مناسب من الاستثمار بالتوازي مع التعامل الخاص بالمخاطر.

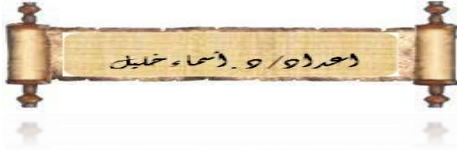
وحتى تقوم الإدارة المالية بهذا الدور فعليها أن تجيب علي ثلاثة أسئلة، وهي:-

١. ما هي الاستثمارات طويلة الأجل التي علي المنظمة مباشرتها؟

٢. من أين ستحصل المنظمة علي التمويل طويل الأجل لتتمكن من مباشرة هذه

الاستثمارات طويلة الأجل؟

٣. كيف ستدير الأنشطة المالية اليومية للمنظمة؟



الإدارة المالية

وفي الواقع أن هذه ليست كل الأسئلة التي علي الإدارة المالية إجابتها لكنها أهم ثلاثة أسئلة، ولذا فإن دراسة الإدارة المالية تعتبر في جملتها هي دراسة الإجابة علي هذه الأسئلة الثلاث.

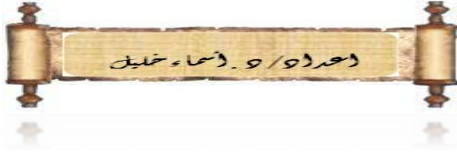
وحتى تتم الإجابة علي هذه الأسئلة الثلاث فعلي المدير المالي للشركة اتخاذ قرارات ثلاثة كل قرار منهم يجيب علي واحد من هذه الأسئلة وهي بالترتيب كالآتي:-

أ. إعداد الميزانية الرأسمالية

وهذا القرار يجيب علي السؤال الأول، والميزانية الرأسمالية تعني: (عملية التخطيط لتحديد الاستثمارات طويلة الأجل مثل شراء آليات جديدة، استبدال الآليات، إنشاء مصانع جديدة، امتلاك مباني جديدة) والمعني أن يتم إعداد ميزانية بأهم الأصول الثابتة (طويلة الأجل) التي تهدف المنظمة لامتلاكها خلال الحقبة الزمنية المقبلة.

ب. تحديد هيكل رأس المال

بعد أن يحدد المدير الاستثمارات طويلة الأجل التي ستقوم بها المنظمة، يحتاج أن يحدد الطريق إلي تمويل هذه الاستثمارات، أي من أين سيأتي بالمال الذي يؤهله لمباشرة هذه الاستثمارات، فهل سيأتي بالمال من ملاك الشركة (حقوق الملكية)،



الإدارة المالية

الذين وضعوا أموالهم في هذه الشركة في صورة أسهم أو أوراق مالية. أو الاقتراض كخيار آخر الذي يكون في صورة قرض من البنك أو سندات.

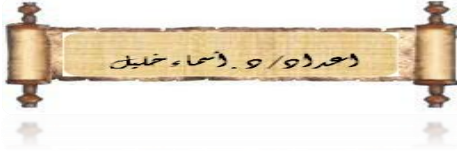
وفي الغالب يكون هيكل رأس المال نسبة بين حقوق الملكية وبين الالتزامات (القروض والديون)، وفي تغيير هذه النسبة تأثير علي العائد المتوقع من الاستثمار، وبذلك فإن زيادة نسبة الديون في هيكل رأس المال يؤدي إلي زيادة المخاطر (Risk) مع زيادة العائد المتوقع والعكس صحيح، فإن زيادة نسبة حقوق الملكية تؤدي إلي نقص المخاطر مع نقص العائد المتوقع.

وعلي المدير المالي تحديد أفضل نسبة ممكنة بالموازنة بين المخاطرة والعائد المتوقع.

ج. إدارة رأس المال العامل

وهو مقدار ما تملكه الشركة من أصول جارية مقابل الالتزامات الجارية التي عليها.

رأس المال العامل = الأصول الجارية - الالتزامات الجارية



الإدارة المالية

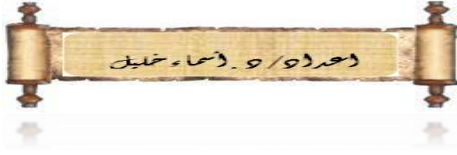
ويقصد الأصول الجارية، الأصول النقدية أو التي من السهل تحويلها إلى نقدية مثل: الشيكات، وحسابات العملاء المدينين إلى المنظمة، أما الالتزامات الجارية فهي الديون قصيرة الأجل مثل: أوراق الدفع وحسابات الموردين الدائنين.

وتأتي أهمية رأس المال العامل في أنه المؤشر فيما تملكه المنظمة من سيولة مالية لإدارة الأعمال اليومية، فكلما كان عند المنظمة رأس مال عامل أكبر، كلما كانت فرصة نجاحها أكبر، وبالتالي فدور الإدارة المالية هو ضمان وجود أصول جارية كافية، مقابل الالتزامات الجارية التي عليها تضمن سير الأعمال اليومية بسلام، دون حدوث مقاطعات مكلفة نتيجة عدم وجود سيولة كافية.

ثانيًا: مفهوم الإدارة المالية

قبل ان نبدأ بتعريف الإدارة المالية، لابد من تعريف الادارة والتي تتمثل بأنها نشاط اجتماعي متعلق بتنفيذ الأعمال بواسطة الآخرين، فإذا كانت هذه الأعمال تتعلق بالمشاريع الاقتصادية التي تهدف الى الربح سميت إدارة الاعمال، وإذا كانت متعلقة بسياسات الدولة سميت الإدارة العامة، وان كانت متعلقة بتدبير الاموال واستخداماتها سميت الادارة المالية.

لذا فالإدارة المالية هي وظيفة مالية من وظائف المنشأة، التي تهتم بتنظيم حركة الاموال (تدفقات نقدية داخلية وتدفقات نقدية خارجية)، اللازمة لتحقيق أهداف



الإدارة المالية

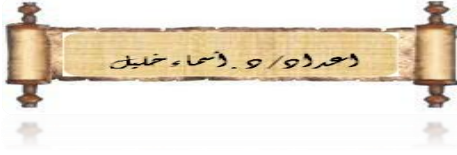
المشروع والوفاء بالالتزامات المالية في الوقت المحدد، حتى لا يتعرض المشروع الى عسر مالي أي عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المستحقة.

كما عرفها Dougall Guthman على أنها الفعالية المتعلقة بتخطيط وتجهيز الأموال ورقابتها وإدارتها في المنظمة. وعرف Johnson الإدارة المالية على أنها تلك الإدارة التي تلعب دوراً مهماً في التخطيط المالي وإدارة الموجودات ومواجهة المشاكل الاستثنائية لضمان استمرار بقاء المنظمة .

أما Weston & Brigham فقد صوروا الإدارة المالية على انها الإدارة التي تتكون من ثلاث أجزاء رئيسة من وظائف المدير المالي هي: التخطيط والرقابة وإدارة رأس المال فضلاً عن معالجة المشاكل المالية المنفردة. ويرى Van Horne ان الإدارة المالية هي تلك الإدارة المسؤولة عن إتخاذ القرارات الأساسية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار التوزيع.

ومن خلال استعراض المفاهيم المختلفة يتضح لنا ان الإدارة المالية لا تقوم فقد في وظيفة التمويل، ولكنها اشتملت أيضاً على الاستثمار سواء كان هذا الاستثمار في أصول ثابتة أو أصول متداولة كما اشتملت أيضاً على هيكل التمويل.

فيمكن تعريف الإدارة المالية على أنها: النشاط الذهني الذي يختص بعملية التخطيط والتنظيم والمتابعة لحركتي الدخل والخروج للأموال الحالية والمرتبقة من وإلى المنظمة.



الإدارة المالية

ويتضح من هذا التعريف أن الفلسفة الرئيسية التي تقوم عليها الإدارة المالية هي تعظيم تدفق المال إلي داخل المنظمة بحيث يكون أكبر من المال المتدفق خارج المنظمة.

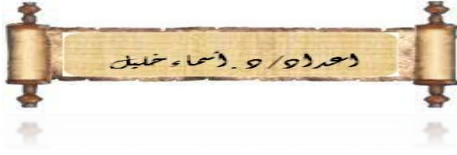
وخلاصة القول ان الإدارة المالية أصبحت تعنى في الوقت الحاضر بدراسة واتخاذ العديد من القرارات المالية المتمثلة في:-

- قرارات الاستثمار طويل الاجل والقصير الاجل.
- قرارات هيكل التمويل وتكلفة الاموال.
- إدارة رأس المال العامل. (لتوفير السيولة)

ثالثاً: وظيفة الإدارة المالية

تدور وظيفة الإدارة المالية حول كيفية تمويل وإدارة استثمارات الشركة بشكل يحقق أكبر عائد ممكن من تلك الاستثمارات عند أدنى مستوى محفوف بالمخاطر وبأقل حد ممكن من رأس المال. كما تعتبر المسؤولة عن إعداد التخطيط المالي الجيد للشركة والرقابة المالية إضافة لحل المشكلات الخاصة التي لا يتكرر حدوثها كثيراً كمشاكل الاندماج بين الشركات

كما تتلخص وظيفة الإدارة المالية في جمع المعلومات والبيانات المالية، وتسجيلها وتلخيصها ضمن التقارير الإدارية بعد أن تتم مراجعتها بشكل جيد،



الإدارة المالية

لمساعدة مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات، واتباع الإجراءات التصحيحية اللازمة، في حال حصول أي انحراف عن الخطط وآليات النظام المالي الذي تلتزم به الشركة.

الإدارة المالية والمحاسبية

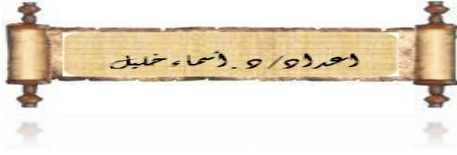
تم الربط بين الإدارتين المالية والمحاسبية من خلال العلاقة الوثيقة التي تجمع بينهما، حيث أن المحاسب هو من يرفع التقارير التي تستخدمها الإدارة المالية من أجل تنفيذ واتخاذ القرارات الملائمة، ومن جانب آخر فإن فهم وإدراك الإدارة المالية يعطي المحاسب القدرة على لفهم جميع أنواع المعلومات التي تهتم الإدارة المالية، وبصفة عامة يؤهله على كيفية استخدام الإدارة المالية للمعلومات والبيانات المحاسبية التي تحصل عليها.

ونتيجة للتقارب بين الإدارة المحاسبية والمالية الذي تشهده الشركات الصغيرة والمتوسطة بشكل خاص، يساهم المحاسبون في عملية اتخاذ القرارات المالية بجانب ممارستهم لدورهم التقليدي في المحاسبة داخل الشركة.

رابعًا: مداخل تطور الفكر المالي المعاصر

قبل التطرق للمداخل ينبغي معرفة التطور المالي للشركات، حيث انحصر ذلك

التطور بمرحلتين هما:



الإدارة المالية

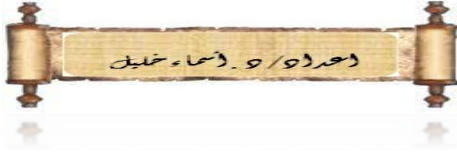
المرحلة الأولى: مرحلة الاهتمام بالتمويل

ففي بداية التطور كانت المشاريع صغيرة والبداية قليلة والتمويل شخصي، ولم يكن للوظيفة المالية أهمية أو وضوح واكتفي المشروع بالوظيفة المحاسبية، مع تطور الاقتصاد وكبر حجم المشاريع بدأت تتشكل الوظيفة المالية والتي تهتم بالتمويل لتلك المشاريع.

وبعد الحرب العالمية الأولى أصبح التلاعب بالأوراق المالية والمعلومات كبير، مما أدى إلى تدهور الكثير من الشركات، وعليه بدأت الإدارة المالية تهتم بالنواحي القانونية من اندماج واتحاد لتجنب الخسارة والبقاء في السوق. كما أدى الكساد الاقتصادي في الثلاثينيات إلى فشل الكثير إلى المشاريع، وأدى ذلك إلى الإهتمام بالإدارة المالية، للتركيز على حالات الإفلاس وإعادة التنظيم، وإدارة السيولة، والتحليل المالي...إلخ. ومع ظهور المنافسة أصبح الإهتمام بالهيكل الأمثل للتمويل محور اهتمام المدراء الماليين وبتكلفة التمويل قبل الضريبة واختيار الأنسب.

المرحلة الثانية: مرحلة الاهتمام بالتمويل والاستثمار

لقد تسارع النمو الاقتصادي في بداية الخمسينات من هذا القرن مما أدى إلى التوسع في مهام الإدارة المالية، كما أدت ظهور المنافسة الشديدة إلى تطوير طرق منظمة لإدارة الاموال، والتخطيط المالي عن طريق استخدام أدوات رياضية مثل:



الإدارة المالية

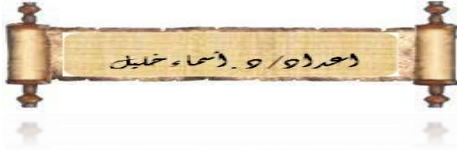
بحوث العمليات، وطرق التحليل المالي، وتحليل المخزون السلعي، وتحليل القوائم المالية ... إلخ.

وفي السبعينيات بدأ الإهتمام بإدارة المحافظ الاستثمارية واختيار الأصول. وتغيير مفهوم الوظيفة المالية من مجرد وظيفة تختص بإجراءات تدبير الأموال اللازمة للمشروع، إلى وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الاستثمار وفي مجال التمويل والتخطيط المالي.

وفيما يلي نتناول مداخل تطور الفكر المالي المعاصر.

١. مدخل إدارة السيولة (إدارة الخصوم)

اكتسبت الوظيفة المالية اشكالها الوصفية في بداية عام ١٩٢٠. إذ انحصرت مهامها بالمعالجات المحاسبية والقانونية لتأسيس الشركات، والمسائل المتعلقة بحالات الاندماج، واصدار الأوراق المالية. وقد عمقت الأحداث الاقتصادية خلال فترة الكساد العظيم عام ١٩٢٩، دور الإدارة المالية في توفير السيولة اللازمة لتجاوز ازمت التمويل وحالات الإفلاس والتصفية والاندماجات، وإعادة التنظيم التي شهدتها فترة الثلاثينيات. لذا تمحور هدف الادارة المالية ضمن هذا المدخل باتجاه توفير السيولة (قرارات التمويل).

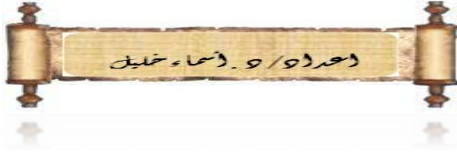


٢. مدخل إدارة الموجودات (إدارة الأصول)

تمحور هذا المدخل حول الأنشطة الاستثمارية، فمنذ عقد الأربعينيات وحتى الخمسينيات من القرن الماضي، تغير منهج الوظيفة المالية، وأصبحت النظرة تبدأ من داخل الشركة. ففي ظل المنافسة الشديدة وندرة الموارد المالية، وظهر أجيال الحاسوب وتقنية المعلومات ونظمها، يلاحظ أن الواجهة الرئيسية لهذا المدخل تركزت في قرارات الاستثمار.

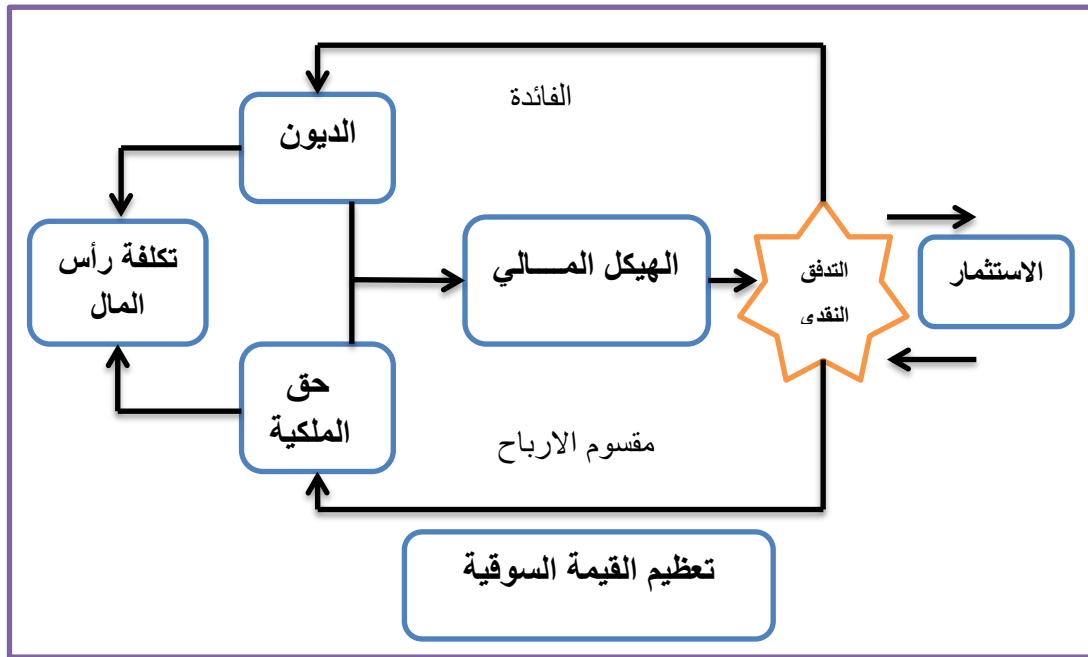
٣. مدخل إدارة الخصوم والمتاجرة بحقوق الملكية (إدارة الهيكل المالي)

بعد الثورة المعرفية التي إثارها مقالة موديكلاني وميلر عام ١٩٥٨ حول كلفة التمويل والهيكل المالي، وما قدمه ماركوفتزر عام ١٩٥٩ لأسس نظرية المحفظة، جعلت سمات هذا المدخل تتمحور حول الجدل القائم حول دور واثر الهيكل المالي في قيمة الشركة، واعتماد مبدأ المبادلة بين العائد والمخاطرة، ومن هنا تركزت دعوات الباحثين والكتاب حول الاهتمام بكلفة التمويل وكيفية تعظيم ثروة المساهمين، وبذلك أصبحت هذه الدعوات الساس المعرفي للإدارة المالية. وساعد في ذلك نمو وتطور الأسواق المالية بشكل عام، وسوق الأوراق المالية بشكل خاص، لا سيما في ظل ظهور مفاهيم كفاءة السوق المالية، ونماذج تسعير الموجودات (الأصول) الرأسمالية.

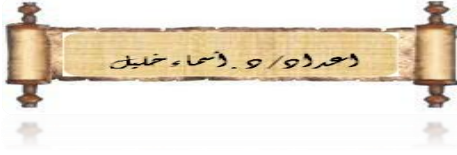


الإدارة المالية

فهذا المدخل وضع القاعدة المعرفية للفكر المالي المعاصر، لذا يمكن تسمية المرحلة التي شهدت ظهور هذا المدخل بمرحلة إدارة الخصوم وحقوق الملكية في إطار كلفة التمويل. وبذلك شكلت قرارات التمويل وقرارات الاستثمار ومدى انعكاسها على ثروة المالكين الواجهة الرئيسية للفكر المالي المعاصر، حيث تحولت النظرة نحو حملة الأسهم وأثر قرارات توزيع الأرباح بجانب الاستثمار والتمويل في القيمة السوقية للشركة. كما هو موضح بالشكل رقم (١).



شكل رقم (١) المدخل المعاصر للفكر المالي



الإدارة المالية

١. توفير السيولة النقدية

من أبرز عوامل استمرار أي كيان مالي هو السيولة المالية، والتخطيط لهذا الهدف هو من أولى خطوات البناء الاقتصادي الناجح، مع التخطيط للحصول على الأرباح في أقرب وقت ممكن بغية خلق التوازن بين معدلات الإنفاق والكسب.

٢. تحقيق العائد للمستثمرين المساهمين

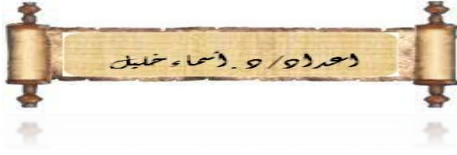
يعمل هذا الأمر على كسب الثقة ضمن كيان العمل، ويمنح الفرصة لزيادة المساهمين وزيادة رأس المال. والدليل على أن تأمين الغطاء النقدي السائل من أهم عوامل الاستمرار، هو ما جرى بعد تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩، عندما استطاعت بعض المؤسسات القيام من هذه الكبوة نتيجة توافر السيولة المالية.

٣. الهدف الربحي

يعد أهم الأهداف الحيوية في قطاع الأعمال الخاصة على كافة المستويات، و قد برزت أهمية وضع هذه الأهداف المالية الإجرائية كمجموعة الأهداف المصاغة، باعتبارها النقاط المرجعية التي على أساسها يقاس الأداء المالي.

لذا توجد عدة عوامل مؤثرة على حركة المال عند وضع الأهداف في الإدارة

المالية، منها:



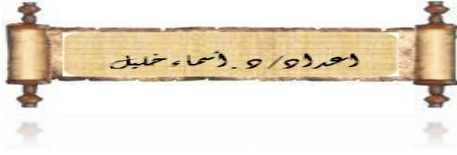
الإدارة المالية

أ. العوامل الداخلية

- أهداف خاصة بطبيعة رأس المال وملكيته: رأس مال حديث التأسيس، شركة مساهمة، عراقية الكيان المالي وتأثيره في سوق الأعمال... إلخ
- أهداف خاصة بحجم وحالة كيان العمل: في كيانات الأعمال المحدودة أو حديثة الإنشاء يكون التركيز على الاستمرارية و موازنة الإنفاق أكثر من تحقيق الربحية، أما المؤسسات المالية الكبيرة ذات الهيمنة الاقتصادية، فيكون التركيز على زيادة عدد المساهمين ورفع قيمة الأسهم.
- أهداف وظيفية أخرى: يقصد أي مؤثرات نوعية أخرى من شأنها أن تتعارض مع الأهداف المالية للشركة؛ مثل ما يتعلق بشئون حقوق العمالة، كثافة العمالة من حيث التنظيم والقوانين الحاكمة والحقوق التي يلزم أدائها... إلخ

ب. العوامل الخارجية

- الظروف الاقتصادية: أجبرت الأزمة الاقتصادية الطاحنة، الكثير من الشركات على إعادة جدولة أعمالها المالية؛ من حيث تحديد الحد الأدنى والحد الأعلى لمعدلات السيولة المالية، تبعاً لقوانين السوق والمعاملات؛ مثال: سعر الفائدة Interest rates؛ المبلغ المطلوب دفعه، مُعبّرًا عنه كنسبة مئوية من أصل القرض Principal، من قبل المُقرض Lender للمقترض، ويعرف بمعدل النسبة السنوية.



الإدارة المالية

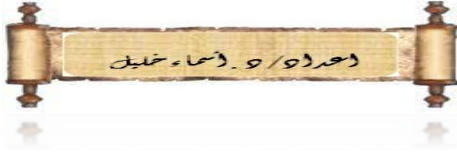
- سعر الصرف Exchange rates: سعر عملة دولة ما؛ أي المعدل الذي يمكن به تبادل عملة الدولة بعملة بلد آخر، والتغير والتذبذب في أسعار العملات، من العوامل المؤثرة على الأهداف والمحددات المالية الموضوعة سابقاً.

- المنافسون: البيئة التنافسية تؤثر على مدى إنجازيه الأهداف؛ مثال: خفض الأسعار قد يصبح ضرورة إذا كان المنافس قادراً على أن ينمو في المنافسة السوقية ويزيد من نسبة إشغاله للسوق.

- التغير السياسي والاجتماعي: هناك تأثيرات غير مباشرة، مثل تنظيمات قوانين البيئة الخاصة بالانبعاثات ودفن المخلفات، قد تجبر مجال الاستثمار على زيادة الاستثمار في مجالات عن مجالات أخرى.

لذا يتبادر للذهن سؤال عن هل يكون الهدف تعظيم القيمة السوقية أم تعظيم الربح؟

وللإجابة عن ذلك، نجد أن هدف تعظيم الربح هو أحد عوامل النجاح في الأجل القصير، كونه من المؤشرات المهمة من وجهة نظر الدائنين، وأداة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام مواردها. وعليه فهو غير كاف للتعبير عن عناصر البقاء والاستمرار من وجهة نظر المالكين وحملة الأسهم العادية. لذلك فإن هدف تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين عن طريق تعظيم اسعار أسهم الشركة في بورصة



الإدارة المالية

الأوراق المالية في الاستثمار والتمويل، ومقسوم الأرباح من جانب وأنه يتضمن

العناصر الآتية من جانب آخر:

• القيمة الزمنية للنقود: يقصد بها أن قيمة الجنيه اليوم أكبر من الجنيه الغد،

ويكمن السبب في ظروف التضخم وتفضيل الاستهلاك الحالي، بدلاً من

استثماره للحفاظ على قوته الشرائية مستقبلاً.

• مخاطر التدفقات النقدية: ويقصد بها درجة تقلب التدفقات المتوقع أن تحصل

عليها الشركة من استثماراتها. وبالتالي استقرار التدفقات من عدمها تؤثر

على أسعار الأسهم في السوق.

• توقيت الحصول على التدفقات النقدية: أي عند أيه نقطة زمنية يمكن للشركة

أن تحصل على التدفقات النقدية لاستثماراتها.

سابعًا: أقسام الإدارة المالية

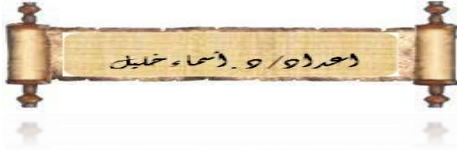
من الطبيعي أن تختلف هيئة وتخصص الإدارة المالية من مؤسسة لأخرى تبعًا

لهدف المؤسسة والصلاحيات التي تمنح لها، دعنا نلقي نظرة عن أقسام الإدارة

المالية والاختلاف فيما بينها. فالإدارة المالية لها قسمان أساسيان هما:

- الإدارة المالية في القطاع العام.

- الإدارة المالية في القطاع الخاص.



الإدارة المالية

يشار إلى أن هذان القسمان غير منفصلان عن بعضهما تمامًا، بل هناك تأثير متبادل بينهما، حيث أن الإدارة المالية الخاصة تدعم الإدارة المالية العامة، عبر الضرائب التي يدفعها القطاع الخاص، كما أن المالية العامة توفر الدعم للمالية الخاصة، عبر ما تنفقه على الخدمات والمشاريع والبنية التحتية. كما أن كليهما يتعاملان في ذات السوق المالي الواحد.

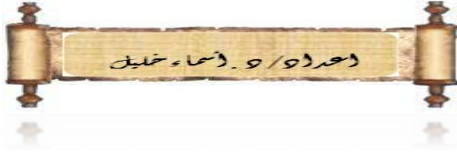
١. الإدارة المالية في القطاع العام

مهمتها وضع الدراسات، والأبحاث المالية في مؤسسات القطاع العام، تعود ملكيتها إلى حكومة الدولة، كالوزارات والمؤسسات التابعة لها وغيرها تقوم الإدارة المالية العامة بمتابعة الصادرات والواردات من المال، من خلال فرض الرقابة على الأموال العامة بغية تحليل الأوضاع المالية والاقتصادية.

٢. الإدارة المالية في القطاع الخاص:

مهمتها وضع الدراسات والأبحاث المالية في مؤسسات القطاع الخاص، تعود ملكيتها إلى أصحاب رؤوس الأموال ورجال الأعمال كمثال عليها: الشركات الخدمية والتجارية وغيرها.

تقوم الإدارة المالية الخاصة بمتابعة الوضع المالي للشركة، عبر ربطه مع الميزانية المخصصة لها، وتسعى لتقييم كم حققت من نجاح، ضمن الظروف التنافسية مع الشركات الأخرى.



ثامنًا: الهيكل التنظيمي للإدارة المالية في المؤسسات

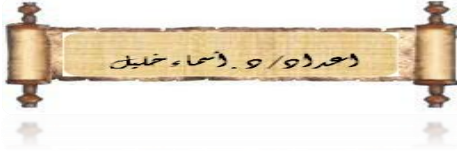
يختلف الهيكل التنظيمي للإدارة المالية من مؤسسة لأخرى، وفقًا لاختلاف الحجم بالدرجة الأولى، كما يختلف وفقًا لطبيعة الشركة، وسنتعرف فيما يلي عن ذلك من خلال النقاط التالية:

١. الإدارة المالية في الشركات الصغيرة

صاحب الشركة الصغيرة هو المسؤول الأول وقد يكون الوحيد عن الانتاج أو التسويق أو شؤون الأفراد والوظيفة المالية، وفي حال كان هنالك أشخاص آخرون يعملون معه في مجال الإدارة المالية، فإن ما يسند إليهم في العادة هو القليل من المظاهر الوظيفية البسيطة فقط، مثل: مسك الدفاتر وإدارة الصندوق والمحافظة عليه وتحصيل الاموال، في حين يحتفظ صاحب الشركة لنفسه باتخاذ جميع القرارات الهامة، كتحديد الاحتياجات المالية والتمويل والاستثمار وتوزيع الارباح.

٢. الإدارة المالية في الشركات المتوسطة

الشركات متوسطة الحجم عادة ما يكون لديها إدارة مالية ذات استقلالية أكثر عند ممارسه مهامها المالية، وقد يرأسها شخص بمنصب المدير المالي، الذي يتمتع بصلاحيات أكبر من تلك التي قد يتمتع بها من يعمل في الشركات الصغيرة ذات الإدارة الفردية.



الإدارة المالية

٣. الإدارة المالية في الشركات الكبيرة

في حالة الشركات الكبيرة الحجم، الأمور المالية لا تكون من مسؤوليات فرد واحد، وإنما تتوزع بين العديد من الأشخاص المتخصصين الذين يتولون مراكز إدارية متقدمة، وفي الغالب يكون المسؤول الأول عن الأمور المالية في مرتبه نائب المدير العام، ويساعده شخصان هما المدير المالي والمراقب المالي.

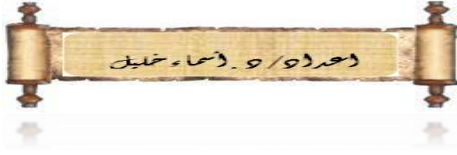
يتم تحديد مهام كل هؤلاء الأشخاص عادة على الشكل التالي:

أ. نائب المدير العام للشؤون المالية

يتم تعيين وظيفة نائب المدير العام للشؤون المالية في الشركات الكبيرة، بحيث يتولى الدور الأول في إدارة كل ما يتعلق بالشؤون المالية للشركة، كما يكون المسؤول عن نشاط المراقب المالي والمدير المالي.

كما يلعب هذا المسؤول دوراً أساسياً للتخطيط المالي الشامل للشركة والسياسة المالية، وفي الغالب يكون هذا الشخص من أعضاء الفريق الإداري للشركة، كما قد يكون عضواً من مجلس الإدارة حيث باستطاعته أن يقدم الاستشارة الفنية في الأمور ذات الصلة بالقضايا المالية.

يعتمد المجلس على خبرة هذا الشخص في القرارات الخاصة بنسبه الأرباح، التي يجب توزيعها، والتمويل اللازم لخطة الشركة طويله الاجل، وقرارات الانفاق الرأسمالي.



الإدارة المالية

ب. المدير المالي

يعتبر الدور الأساسي للمدير المالي هو إدارة أموال الشركة، وتأمين الاحتياجات التمويلية لها، والحفاظ على السيولة المالية، أي كل ما يتعلق بالأعمال المالية الخارجية.

وبذلك يمكن تلخيص دور المدير المالي والأجهزة التابعة له القيام بالمهام التالية:

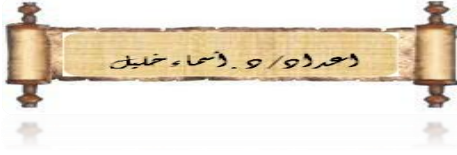
- إدارة النقد.
- تنظيم العلاقة مع الشركات المالية والبنوك.
- تأمين التمويل اللازم للشركة.
- إدارة ديون الشركة على الغير.
- توزيع الربح على المشاركين.

ج. المراقب المالي

هو المسؤول المباشر عن الأعمال المالية الداخلية، أي أن المهام التالية من

وظائف الإدارة المالية للشركة:

- المحاسبة.
- القيام بإعداد القوائم السنوية المالية.
- اعداد التدفق الداخلي.
- تجهيز الرواتب.



الإدارة المالية

- اعداد القوائم التقديرية المالية.

- اعداد الحسابات الضريبية.

لذا يتبادر للذهن أين تقع الإدارة المالية في خارطة التنظيمية للشركة؟

حسب المفهوم الحديث للإدارة المالية، ينبغي أن يكون المدير المالي بالقرب من

رأس الهيكل التنظيمي للشركة وذلك للأسباب التالية:

- الأهمية الكبيرة التي تخص عمليات التخطيط والتمويل والاستثمار، والتي هي من مهام ومسؤوليات المدير المالي.

- أهمية المعلومات التي تقدمها الإدارة المالية للشركة في عملية اتخاذ القرار.

- أهمية القرارات المالية في عملية استمرار الشركة ومستقبلها، ما يحتم بناء

القرارات المرتبطة بالشؤون المالية وفق معلومات دقيقة.

لذا يمكن القول بأن للإدارة المالية دور هام في الشركات الحديثة وتطورها، ولا

يقتصر دورها فقط على حفظ السجلات أو إعداد التقارير أو تجهيز الرواتب وإدارة

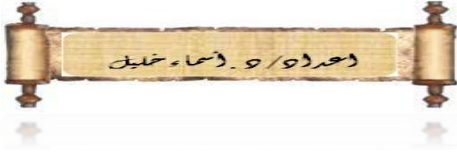
النقد، بل أصبح يركز على كيفية الحصول على المال من مختلف المصادر

واستعمالها في أنواع الأصول المختلفة، بهدف تعظيم القيمة الحالية للشركة

ومتلما ازدادت أهمية القرارات المالية، باتت من الضرورة اتخاذها من قبل مصدر

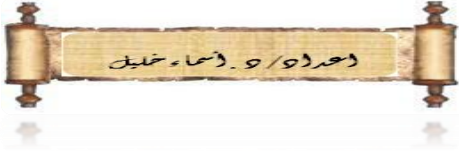
أكثر قربا للإدارة العليا، وهذا ما يوضح سبب أن مختلف مظاهر الوظيفة المالية تقوم

بها الإدارة العليا للشركة، وعلى الرغم من ذلك يبقى هناك حيز كبير ليمارس فيه

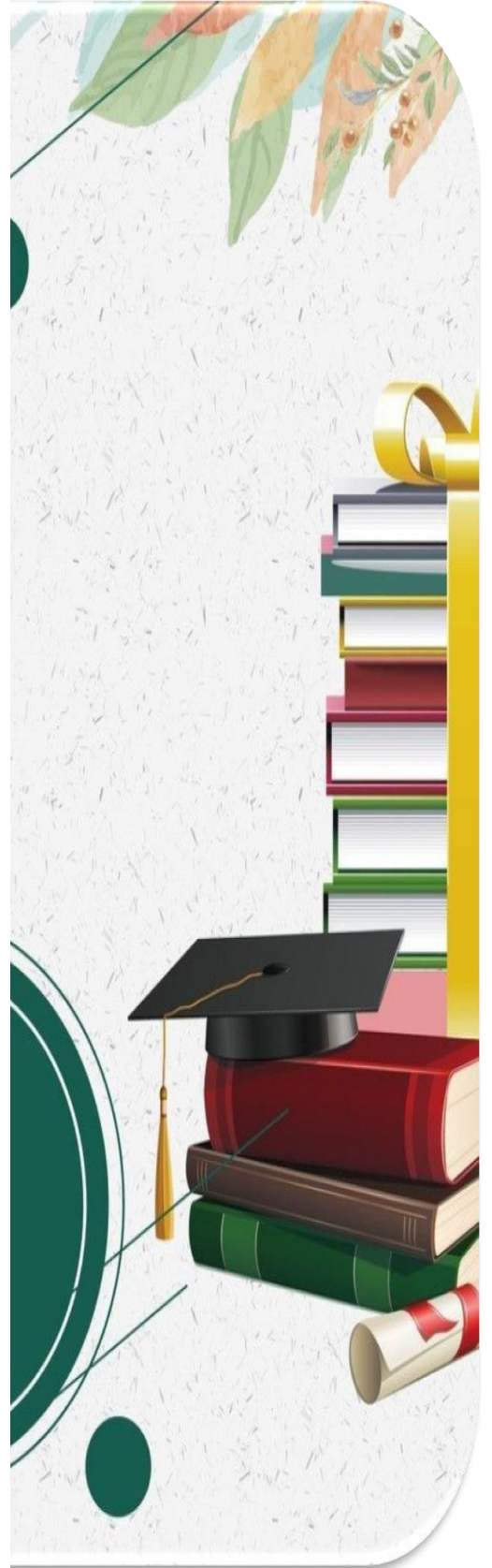


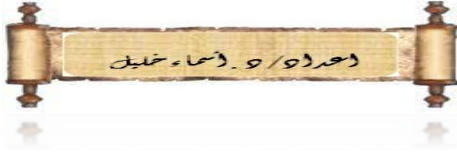
الإدارة المالية

المدير المالي تأثيره باتخاذ القرارات المالية، وذلك عبر كونه مستشاراً لهذه الإدارة يساهم في مساعدتها للوصول للقرار الأمثل.



الفصل الثاني السيولة والربحية



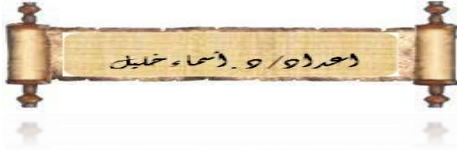


الفصل الثاني: السيولة والربحية

مقدمة

يجب التأكد دائما من توافر الأموال الكافية لمواجهة الالتزامات المالية عندما تحل مواعيد سدادها، وفي الوقت نفسه تتطلب وظيفة التمويل المحافظة على سلامة المركز المالي للشركة، لضمان استمرارها في تحقيق أكبر قدر من الربح، والمشكلة التي تواجه الإدارة هي تحقيق التوازن بين الاستثمار التكاملي للموارد المالية لتعزيز الربح، وبين ضرورة الاحتفاظ بجانب من تلك الموارد في شكل سائل (نقدي)، لمواجهة المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة إذا لم تتوفر لديها السيولة الكافية.

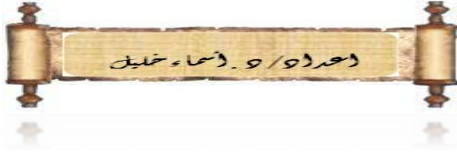
يمكن التفرقة بين نوعين من السيولة أو اليسر المالي، فهناك مصطلح **اليسر المالي الحقيقي** ويعني مقدره الشركة على سداد جميع ديونها من أصولها في حاله التصفية، وهناك **اليسر المالي الفني** ويعني مقدره الشركة على توفير النقدية اللازمة لسداد التزاماتها المالية عندما يحين مواعيدها، وقد تكون الشركة في حاله يسر مالي حقيقي بينما أموالها مقيدة



الإدارة المالية

في أصول غير النقدية بحيث تصبح معسرة من الناحية الفنية، وبالعكس بمعنى ان الشركة قد تكون في حقيقه الامر معسرة (في حاله تصفيتهما) ولكنها لا تعاني من ذلك بسبب قدرتها على سداد التزاماتها الجارية.

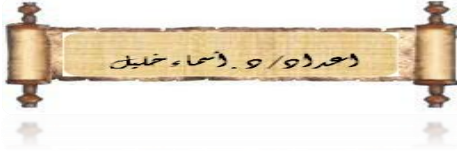
ولذلك فإن المشكلة الرئيسية تتمثل في إدارة الأصول، بحيث يتوافر القدر المناسب من النقدية لمواجهة ديون الشركة عندما يحل مواعيد سدادها، لكي تستبعد خطر العسر المالي الفني، والذي قد يترتب عليه قيام الدائنين بالمطالبة باستحقاقاتهم قضائياً، الأمر الذي قد ينهي حياة الشركة، وحتى إذا لم يقم الدائنون بمثل هذا الإجراء فإنهم قد يتوقفون عن منح الائتمان، وبالتالي تشل حركة الشركة في محاولتها للحفاظ علي حجم أعمالها لتعظيم الربح، لذا تهتم الإدارة بضرورة توفر حالة اليسر المالي الفني، لضمان استمرار الشركة، وهذا يعني أن الأصول يجب أن تكون في حالة سيولة مناسبة، أي في شكل نقدي فعلاً أو يمكن تحويلها إلي نقدية عن طريق أعمال الشركة العادية خلال فترة قصيرة تكفي لقيام الإدارة بمواجهة الالتزامات المالية.



الإدارة المالية

ويري البعض ان المهمة الأولى للمدير المالي هي المحافظة علي الأموال المستثمرة وتحقيق الربح للشركة، أما المهمة الثانية فهي السيولة، بمعنى توافر الأموال الكافية لاحتياجات الشركة في كافة الأوقات، والقدرة علي سداد الالتزامات التي عليها، كما أن هناك تعارض بين هاتين المهمتين لأن تحقيق أحدهما يكون علي حساب الآخر، وهذا يمثل تناقضاً بالنسبة للمدير المالي، وليس أمامه من سبيل سوي محاولة تحقيق نوع من التوازن بينهما، كما يشير البعض إلي السيولة والربحية باعتبارهما هدفين فرعيين للإدارة المالية. وأنه علي الرغم من اعتبارهما توأمين إلا أنهما في الوقت نفسه متناقضين.

ويلاحظ أن هناك اتجاهًا عامًا نحو اعتبار هذه العلاقة ضدية بمعنى أن تحقيق أحدها لا بد وأن يكون علي حساب الأخرى، بل أن البعض ليشير إلي ذلك باعتباره يمثل معضلة تواجه المدير المالي، وأن الحل لتلك المشكلة تنتهي إلي محاولة التوفيق ما بين هدف السيولة وهدف الربحية قدر المستطاع حتي لا يكون تحقيق أحدهما علي حساب الأخر.



الإدارة المالية

ويترتب علي ذلك أن هناك افتراضات أساسية يستند إليها عند تناول

مفهوم السيولة والربحية بالمناقشة، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

الاول: أن السيولة تعتبر هدفاً مثلها في ذلك مثل الربحية، لأنه اذا

كانت الشركة تهدف الى تحقيق عائد على الأموال المستثمرة فمطلوب أيضاً

في الوقت نفسه أن تتوفر لديها الاموال الكافية لسداد الالتزامات عندما

يحين موعد الوفاء بها.

الثاني: أن هناك تعارضاً بين هدف السيولة وهدف الربحية، لأن

تحقيق الربحية يكون على حساب السيولة، كما أن توفير السيولة يعني

التضحية بالربحية.

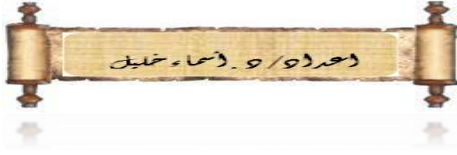
الثالث: أن تحديد العلاقة بين السيولة والربحية يتمثل في محاولة

التوفيق بينهما قدر الامكان، حتى ينتفي الضرر الذي قد يترتب عليه

المغالاة في السيولة، من ضياع فرص تحقيق ارباح اكبر أو التأثير على

إمكانيه الوفاء بالالتزامات الكاملة، نتيجة الاندفاع نحو تحقيق أكبر أرباح

ممكناه.

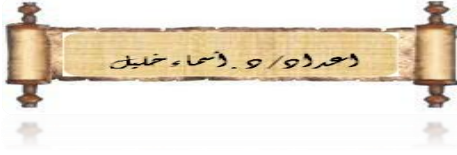


وفي الحقيقة أن الافتراض الرئيسي الاول (وما يبنى عليه أي الافتراضين الثاني والثالث) غير صحيح بالمرّة، وهو أن السيولة تعتبر هدفاً كالربحية تماماً وبالتالي إذا اتضحت سلامه هذا الاتجاه. فكيف تعتبر السيولة؟

اولاً: السيولة سياسه والربح هدف

من الامور البديهية التي يجب التسليم بها ضرورة التحديد الواضح والصحيح لهدف الإدارة حيث توضع جميع السياسات وتتبنى جميع القرارات على ضوء هذا الهدف ولذلك اذا ما شاب تحديد الهدف الخلط وعدم الدقة فان ذلك لابد وان ينعكس على السياسات الموضوعة او القرارات المتخذة من جانب الإدارة.

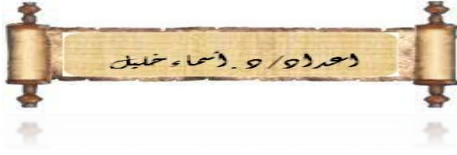
ولعل ايضا من الامور البديهية انه لا يكاد يوجد اختلاف ما بين الكتاب على هدف الإدارة - او على الاقل الهدف الاساسي لها- وهو تحقيق عائد على الاموال المستثمرة في الشركة وان كافه الجهود تنسق بقصد تحقيق هذه الغاية، فإن محاوله تقدير الاحتياجات المالية وتدبيرها



الإدارة المالية

واستثمارها انما القصد منه في النهاية اما تقليل تكلفه التمويل قدر الامكان او تعظيم الايراد المحقق من استخدام الاموال، بما يعني في النهاية تحقيق اكبر فائض ممكن في شكل عائد على الاستثمار.

اما القول بأن السيولة تعتبر في الوقت نفسه هدفاً للإدارة فإنه مما لا يتفق مع الهدف من استثمار الاموال، لأنه بكل بساطه اذا كانت الإدارة ترمي الى ذلك لم تطلب الأمر الالتزام بالاستثمار، او بعبارة اخرى كان اخرى بالإدارة الاستغناء عن مخاطر الاستثمار كليه، بل الأدهى من ذلك ان الإدارة في سعيها نحو تحقيق هدف تضعه نصب عينيها، تثاب عندما تحقق اكثر سيوله بالامتناع عن القيام باي ارتباطات ماليه، ولا يمكن القول انه في حالة تحقيق اقصى ارباح ممكنه يتم الاستغناء عن السيولة تماما، وانما يمكن القول ان الإدارة تهدف من اداره اعمال الشركة ان تتم بالشكل الذي يوفر القدر الكافي من السيولة، بما يضمن للشركة استمرارها وبالتالي تحقيق هدف الربح.

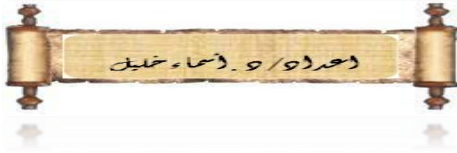


الإدارة المالية

وعلى ذلك يصعب القبول بان هناك هدفين متعرضين للإدارة في وقت واحد: هدف السيولة وهدف الربحية، وانما يكون اكثر قبولاً القول بان هدف الإدارة هو السيولة أو ان هدفها الربحية لا اكثر.

وبالتالي اذا قابلنا هدف الربحية بالنسبة لا داره الاموال، فان هذا ينفي اعتبار السيولة على انها هدف، وانما يمكن النظر الى السيولة من زاوية اخرى مختلفة تماما عن الفكر السائد عنها حالياً - في معظم الاحيان - وذلك باعتبارها انعكاس الإدارة السليمة للأموال التي تعمل على توفيرها بما لا يعوق حركه العمل المستمرة، او بمعنى اخر ان السيولة تعتمد على السياسة المتبعة من جانب الإدارة في استخدام الاموال بطريقه تؤمن عدم الاختناق في وقت من الاوقات نتيجة لعدم التدفق المنتظم للأموال، او عجزها خلال عمليات الشركة المستمرة، لذا ينبغي النظر الى السيولة باعتبارها انعكاساً لتصرفات الإدارة السليمة نتيجة سياسات العمل المطبقة.

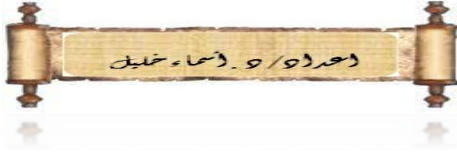
ان المعنى التقليدي للسيولة باعتبارها هدفا للإدارة هو في الحقيقة معنى محاسبي، ذلك ان قياس السيولة التقليدي انما يعتمد على بيان محاسبي معين وهو المركز المالي، وهو عبارته عن بيان يتم تسجيل بياناته



فعلا في لحظه معينه ماضيه على اسس متعارف عليها في المحاسبة المالية، لكن اذا نظرنا الى سيوله من وجهه نظر الإدارة فإنها تعتبر سياسه، لان قياس السيولة في هذه الحالة يعتمد على التنبؤ بالتدفقات النقدية، حيث يعدي بيان بها عن فتره مستقبليه، تستند الى تقديرات معينه تتصل بجميع نواحي النشاط المتوقعه في الشركة، ولا تقتصر تلك التقديرات على حساب او حسابات ماليه بعينها، وانما هي في الواقع ترجمه للسياسات ستتبعها الإدارة في الفترة المستقبلية التي يعد عنها هذا البيان سواء ما يتصل منها بالتوسع او توزيع الارباح او الانتاج او التسويق او غير ذلك مما قد تراه الإدارة مناسباً.

ثانياً: السيولة تتصل بالأجل القصير والربح بالأجل الطويل

هناك فرض اساسي عند الحديث عن مشروع الاعمال وهو انه وضع لكي يستمر، وبالتالي يستبعد فرض العمر المحدود او ان للمشروع نهاية، وعلى ذلك فان الاموال المستثمرة في اعمال الشركة تعتبر اموالاً دائماً الاستثمار لا يتوقع استعادتها او ردها الى اصحابها ما دام المشروع مستمراً، ويبنى على ذلك ان هدف تحقيق الربح انما هو بطبيعة الحال

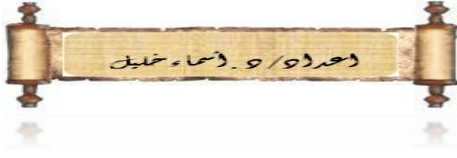


الإدارة المالية

هدف طويل الاجل، بمعنى انه يجب ان يكون معلوما ان الإدارة تهتم بالربح في الاجل الطويل، وليس بتعظيم الربح في الاجل القصير، لان غرض الإدارة هو الاستمرار والتوسع في الاجل الطويل، وقد تجد الإدارة في سعيها نحو تحقيق ربح قليل او حتى بدون ذلك واحيانا بخساره.

ومن ناحيه اخرى في ان سيوله تتصل بالأجل القصير، لان الهدف من اداره السيولة هو محاوله التأكد من توافر الاموال الكافية لمواجهه الالتزامات المالية عندما تحل مواعيد سدادها وذلك لكي يستبعد خطر العسر المالي الفني لضمان استمرار الشركة

فاذا صح أن السيولة تتصل بالأجل القصير في حين ان الربحية تتصل بالأجل الطويل، فانه مما لا يتفق ايضا مع المنطق الادعاء بان كلا من السيولة والربحية يعتبران هدفان للإدارة. لأنه في هذه الحالة نجد ان المستوى الذي يتحقق عنده كل منهما ليس واحدا، وانما يعمل احدهما في الاجل القصير بينما ينصرف الاخر الى الاجل الطويل، او بمعنى اخر ان الاول يؤدي الى الثاني، اي ان اداره السيولة بنجاح في الاجل القصير هو

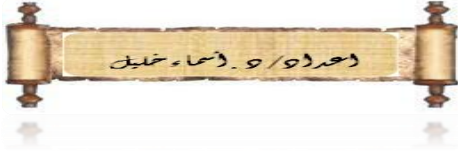


الإدارة المالية

الذي يؤدي بنا الى الوصول بالشركة الى الاجل الطويل، اي تحقيق الربح، وعلى ذلك فان سيوله في الحقيقة هنا بمثابة وسيلة الى غايه محده، وهي وسيله تضمن بموجبها الإدارة الاستمرار في العمل مع مرور الوقت، بما يساعد في الوصول الى الهدف المنشود في النهاية الا وهو الارباح.

ثالثا: هل السيولة والربحية هدفان متعارضان؟

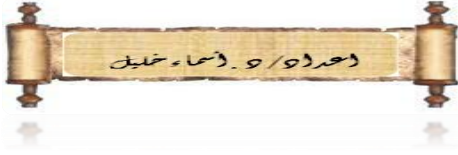
لا يوجد تعارض بين السيولة والربحية، لان الربحية هدف وسيوله سياسه، ولكن الاعتقاد بان سيوله هدف متعارض مع الربحية، يرجع في الحقيقة الى الاعتماد على مقاييس معينه تستخدم في تحديد السيولة فمن المعروف ان النسب المالية هي ما جرى العرف على استخدامه في ذلك، وهي بطبيعتها تستند في حسابها الى بيانات الميزانية التي تصور المركز المالي في لحظه سكون، بالإضافة الى انها بيانات تاريخيه عن فترات ماضيه، وبالتالي تستخدم ارصده من جانب الاصول وتتسب الى ارصده اخرى في جانب الخصوم، لتحديد مدى تغطيه الالتزامات التي ستستحق خلال اجل قصير.



الإدارة المالية

ان الاستناد الى تلك البيانات للحكم على سيولتها انما هو قياس لحظي وفي فتره سكون لا حركه، وبالتالي فانه لا يعني شيئا له اهميه في النهاية بالنسبة لمقدره الشركة على السداد.

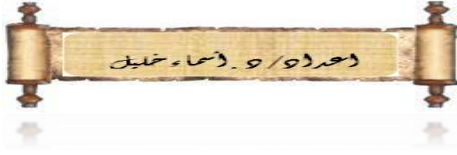
في الوقت الذي نجد فيه ان اعداد الميزانية قد يستغرق وقتا طويلا يصل الى ثلاثة شهور او حتى اكثر، فان المعلومات التي تظهر فيها تكون قديمة ولا تفيد الإدارة في شيء، كما ان اعداد الميزانية يتم عاده في وقت تكون فيه الاعمال في اقل مستوى لها، وبالتالي فان الرصيد النقدي مثلا قد يبدو اكبر نسبيا من ارصده الاصول المتداولة الاخرى، وبذلك تكون السيولة في شكل مغاير لما قد تكون عليه في الاحوال العادية خلال العام. ومن ناحيه اخرى اذا كان من السهل على الشركة الحصول على ما تحتاجه من اموال من الغير، فان هذا لا ينعكس في الحقيقة في الرصيد الموضح بالميزانية، في حين ان الرصيد المتاح فعلا يكون اكبر، اي ان النقدية الموضحة بالميزانية اقل من النقدية التي تكون تحت تصرف الإدارة، كما قد تعطي الميزانية مظهرا خداعا في حاله القروض الفتيه (التي تسدد على فترات دوريه كل سته شهور او سنه مثلا) لأنه رصيد المتناقص لتلك



الإدارة المالية

القروض مع الوقت قد يوحى بتحسين المركز المالي للشركة، لكن الحقيقة ان معدل التدفق النقدي الخارج يظل على ما هو عليه تقريبا الى ان يتم السداد الكامل، وعلى ذلك يظل عدم القدرة على السداد عائقا امام الإدارة الى ان يتم الوفاء بالكامل.

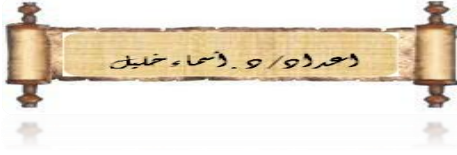
بل لعل الادهي من ذلك ان هذه المقاييس التقليدية للسيولة، انما تفترض في الواقع ليس استمرار الشركة وانما تصفيتها، لان من تعنيه نسبه التداول هو انه اذا تطلب الامر السداد الفوري للالتزامات قصيره الاجل، فان الاصول المتداولة هي المصدر الذي يرجع اليه في توفير الاموال المطلوبة للسداد ، وحيث ان القيمة الاصل في التصفية ينظر عاده اقل بكثير من قيمتها الحقيقية- بسبب الاضطرار او العجلة في التخلص منه- فان هامشا الامان ضد هذا الاحتمال يتطلب الامر توافره، وهو ما يتمثل في نسبه التداول النمطية ٢ : ١ ، ايه ان الاصول المتداولة تساوي ضعف الخصومة المتداولة على الاقل، وهذا يعني ان النظر الى هذه الاصول باعتبارها مصدر للسيولة هو قيمتها في حاله التصفية.



الإدارة المالية

ويتضح ذلك أكثر عند الرجوع الى نسبة التداول السريعة، حيث تستبعد البضاعة المخزونة في قياس السيولة، وبذلك يكون هناك ضمان اكبر لتغطيه الخصوم المتداولة، بل ان الامر يصل في النهاية الى حساب نسبة النقدية (وشبه النقدية) باعتبار ان تلك الاصول في النهاية هي التي تمثل اموالا حاضره للدفع الفوري، فالقياس هنا يبني على الميزانية باعتبارها تمثل وضعنا ساكنا للشركة من الناحية المالية في لحظه معينه، ومن ناحيه اخرى يفترض عدم الاستمرار واضطرار الشركة الى الوفاء بالتزاماتها قصيره الاجل جميعا لحظه اعداد الميزانية، وكلا الافتراضين غير صحيح لان المركز المالي كما تعبر عنه الميزانية يمكن ان يختلف كثيرا جدا قبل اعدادها وكذلك بعد اعدادها، وبالتالي فان الأرصدة المبنية في لحظه معينه يصعب الاستناد اليها في قياس السيولة، باعتبار ان السيولة لا تعبر في الحقيقة عن مفهوم ساكنا، وانما هي تعكس مقدره الشركة مع الوقت - وليس في وقت معين - على مقابله التزاماتها.

ومن جهة ثالثة فان قياس التقليدي للسيولة يعني الاهتمام باللحظة الماضية التي تعد فيها الميزانية، وهذا قد يعني ان الاهتمام بالسيولة يتصل



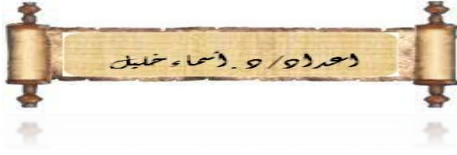
الإدارة المالية

بالماضي وهو لا يتفق مع طبيعة عمل الإدارة وبالتالي السيولة حيث ان الذي يهمننا حقا هو المستقبل - وليس قبل ذلك - على سداد التزاماتها التي سيحل موعد الوفاء بها ووجود الشركة في حد ذاته يعني ان السيولة لا تمثل مشكله بالنسبة لها حتى الان ولذلك فالمهم هو استطاعتها العمل على توفير السيولة المطلوبة مع الوقت.

لان عمل الإدارة يتصل بالمستقبل لا بالماضي، وبالتالي فان ما يهم ليس هو مركز السيولة في لحظه سكون معينه مضت، وانما ما ستكون عليها حاله الشركة مع الوقت خصوصا وان هذا صحيح ايضا بالنسبة للربحية، فاذا تلاشت صلاحية هذا القياس التقليدي للسيولة فمعنى ذلك ان المطلوب معرفه حاله السيولة مع الوقت، اي خلال الفترة المستقبلية او القادمة، وهذا ابعد ما يكون عن مفهوم السكون الذي تشبثت به المقاييس التقليدية للسيولة.

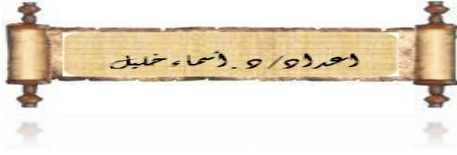
رابعاً: السيولة ترتبط بادراه الاصول كلها وليس بالنقدية فقط

يلاحظ عند قياس السيولة باستخدام النسب المالية ان الاهتمام في النهاية يتركز على معرفه الاموال المتاحة في شكل نقدي او شبه نقدي او



الأصول التي يمكن تحويلها بسرعة إلى نقدية عند الضرورة، ولذلك يتدرج حساب نسب السيولة من نسب التداول إلى نسبة التداول السريعة إلى شبه النقدية، أي أن النقدية ينظر إليها باعتبارها مرادفاً للسيولة بمعنى أنه كلما زاد مقدار الرصيد النقدي المتاح، كلما كان ذلك ادعى إلى الاطمئنان إلى حاله السيولة في الشركة، وبالعكس إذا هبط مقدار الرصيد النقدي فهذا دلالة على عدم توافر قدر كافي من الأموال الحاضرة لسداد الالتزامات التي قد تستحق على الشركة.

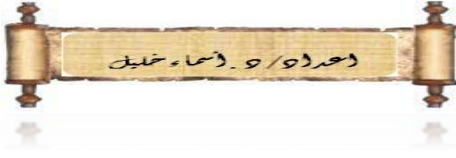
وعلى الأغلب أن هذا تأويل غير صحيح بالنسبة لدوره النقدية باعتبارها أحد أصول الشركة، لأنه ليس الغرض من توافر رصيد معين للنقدية هو مقابلة الالتزامات بالدرجة الأولى، وإنما الرصيد الذي يحتفظ به في الواقع محاوله للتوفيق ما بين التدفقات النقدية الداخلة للشركة والتدفقات النقدية الخارجة منها، وكذلك نتيجة عدم التأكد المصاحب لتلك التدفقات بأنواعها، وعلى ذلك فليس القصد من الاحتفاظ بالرصيد النقدي هو مقابلة الالتزامات، وإنما الموازنة ما بين التدفقات النقدية، ولعل ما يؤدي لذلك أن نسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة يجب أن لا تتجاوز حد معين، فمثلاً إذا



الإدارة المالية

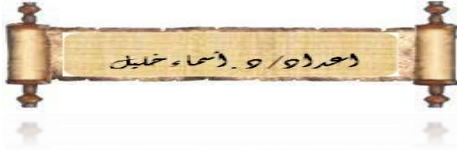
تجاوزت تلك النسبة ٢٥% فقد ينظر الى ذلك بانه تحفظا زائد لا مبرر له
ماليا، وقد يعكس تخوف لا معنى له من جانب الإدارة يتمثل في تجميد تلك
الاموال في شكل نقدي دون استثمار حقيقي.

وطبيعي ان الخطأ في هذا الاتجاه نحو اعتبار النقدية اساسا للسيولة
مرجعه الى المدخل التقليدي السكوني لمفهوم السيولة، فالنقدية هي احدى
الاصول، وان الغرض من توزيع الاموال التي يتم الحصول عليها من
مصادر مختلفة ليس مجرد توزيعها ما بين اصول معينه بعينها باستقلال
عن بعضها البعض، وانما يتم استخدام الاموال المتاحة باعتبارها كلا
متكامل لغرض معين، وهو حسن استثمارها بما يحقق الهدف الاصلي او
الهدف الحقيقي للشركة الا وهو تحقيق اكبر عائد ممكن، وان تحقيق هذا
العائد لا يتوقف على اصل واحد فقط، او اكثر من اصل او على ما يطلق
عليه اصول متداوله او اصول ثابتة، وانما يتحقق ذلك بالعمل المتكامل
لجميع الاصول في وقت واحد دون التفرقة ما بين اصل واخر حسب درجه
سيولته مثلا، او حسب طبيعته باعتباره قصير الاجل او طويل الاجل،
فالهدف اذا من اداره الاصول هو ان يتم توزيع الاموال المتاحة للاستثمار



بينها بما يؤدي الى اقصى كفاءه ممكنه، وبحيث اذا حدثت مغالاة في اصل او اكثر من اصل (مع ثبات الموارد المالية المتاحة) فان ذلك لابد وان يكون على حساب اصلا او اصول اخرى وهو ما يعكس عدم كفاءه من جانب الإدارة في استخدام الاموال.

ومعنى ذلك ان اداره السيولة في الواقع لا تتوقف فقط على ما يطلق عليه الاصول المتداولة وانما هي في الواقع تعتمد على جميع الاصول، ويبدو الخطأ في الاعتقاد بان السيولة ترتبط بالأصول المتداولة فقط، في الاستناد الى فكره التصفية لأنه كلما سبقت الإشارة تعتمد مقاييس السيول التقليدية (اي نسبة السيولة) على تصفيه الاصول المستخدمة في القياس، ولذلك تتدرج الاصول المستخدمة في الوصول الى المقياس الاكثر تحديدا مع استبعاد الاصول المتداولة التي يظن انها قد تستغرق وقتا اطول في التحول الى نقديه او التي قد تتأثر قيمتها بدرجة كبيره نتيجة الاضطرار الى تحويلها بسرعه لنقدية ، بل ان هناك خطأ اخر رئيسي في ذلك ايضا، وهو ان الاصول المتداولة هي في الحقيقة في جانب منها - وقد يكون الغالب- بمثابه استثمار دائم ولا تختلف في ذلك ابدا عن الأصول الثابتة.

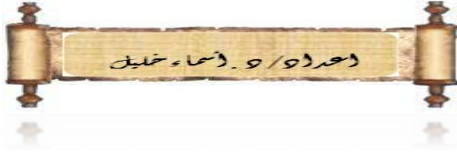


خامسا : الربحية تؤدي الى السيولة وليس العكس

وانطلاقا مما سبق فإنما يهتم الشركة الربحية وليست السيولة، وبالتالي فان الشركة الناجحة هي التي تحقق ارباحا مع سلامه السياسات المالية المتبعة، هي القادرة على توفير السيولة بما لا يؤدي الى تعسرها، في حين ان مجرد توفر السيولة لا يؤدي في حد ذاته الى تحقيق الربحية.

لذا فالسيولة متغير تابع والربحية تعتبر في هذه الحالة متغير مستقل، بمعنى انه اذا كان هناك اختيار - مجرد افتراض - ما بين السيولة والربحية فلا شك ان الاختيار يقع على الربحية بدون منازع، لان ذلك هو ما يوفر في النهاية السيولة للشركة، ولكن العكس غير صحيح بمعنى ان مجرد توفر السيولة لا يؤدي بالضرورة الى العمل بربحيه.

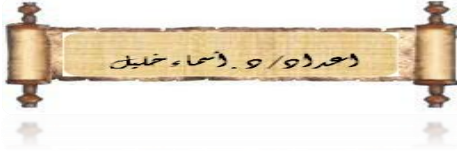
ولعل الدليل على ذلك ان الاموال التي تسيل مع الوقت باستمرار اعمال الشركة لا تبقى في حاله ساكنه، وانما تعاود دورتها من خلال الشركة وهكذا ما دامت الشركة مستمرة، فليس الهدف تسيل الاموال المستثمرة وانما استمرار دورانها، حيث ان كل دوره يفترض انها تؤدي الى استعادته الاموال المستثمرة مع فائض وهو ما يطلق عليه الربح، ثم تعاود



الإدارة المالية

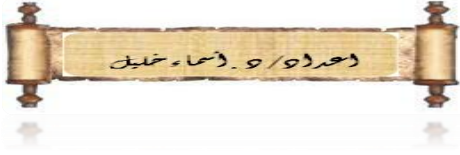
دورانها وهكذا ما دامت الشركة قائمه، ولا يهم في ذلك كون الدورة الجزئية للأصول المختلفة متباينة، كما قد يبدو من التقسيم الشائع مثلا للأصول ما بين متداوله وثابته، لان في الحقيقة الدورة الكاملة لابد وان تشمل جميع الاصول، نظرا لان الناتج الذي يتم الحصول عليه هو ناتج لعمل الاصول جميعا وليس نتيجة عمل جانب منها فقط، وبهذا المعنى فإن تدفق الاموال وتوافر السيولة انما هو نتاج الإدارة السليمة للوصول التي تهدف الى تحقيق عائد.

ولذلك نجد ان هناك اتجاها واضحا في المؤلفات الحديثة في مجال التمويل، وهو افراد جانب هام منها لمعالجه موضوع ادارته الاصول، وذلك باعتبارها تمثل استثمارة لأموال الشركة، يتطلب الامر ان يستند فيه الى اعتبارات تحكم مقدار الاموال الواجب استخدامها لتمويل كل الاصل، بما يؤدي الى تحمل اقل تكلفه في تمويل وفي الوقت نفسه تحقيق اقصى عائد يمكن الحصول عليه من استخدام تلك الاموال مع مراعاة اثر ذلك الاستخدام على توفير السيولة اللازمة للشركة، مثلا البطء في تحصيل حسابات القبض يعني تقليل النقدية المتاحة ، حيث يصبح جانبا منها مقيدا



الإدارة المالية

في حسابات بطيئة التحصيل، مما يؤثر بدرجة خطيره على السيولة، كما ان اداره المخزون على مستوياته المختلفة من سلع تامه الصنع او تحت الصنع او مواد خام، تنعكس اثارها على مقدار السيولة التي قد تتاح خلال الوقت، فاذا قيدت الاموال بأكثر من اللازم في البضاعة المخزونة، فان هذا يعني عدم امكان استخدامها لغرض اخر، او ان الحصول على مواد اوليه متقدمة قد يصعب استخدامها في الانتاج او حتى اعاده بيعها، مما يعني ضياع جانب من الاموال، وعدم الانتظام دوره الاعمال العادية بما تتيحه من تدفق للنقدية الى الشركة، كما ان عدم القدرة على استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة يؤدي الى انخفاض معدل الانتاج عما ينبغي ان يكون عليه، وبالتالي تأثير ذلك على تدفق النقدية الى الشركة في النهاية.

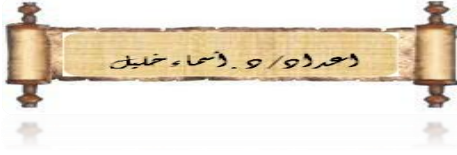


الفصل الثالث

دورة التدفق النقدي

و بيان تدفق الأموال بالمنشأة





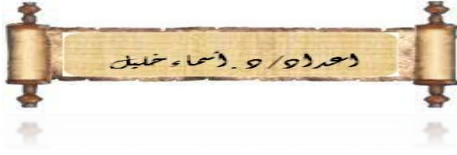
الفصل الثالث: دورة التدفق النقدي وبيان تدفق الأموال بالمنشاء

الجزء الأول: دورة التدفق النقدي

مقدمة

من المعروف ان المنظمة لابد أن يكون لديها حجم معين من الأصول، لتحقيق حجم معين من المبيعات وإذا زادت كميته المبيعات فإن الأصول يجب أن تزداد أيضًا. وتحتاج المنظمات النامية إلى استثمارات جديدة، سواء في الأصول الثابتة أو المتداولة، وهذه الاستثمارات الجديدة لابد لها من تمويل، ولابد أن يدار هذا التمويل الجديد شأنه شأن الاستثمارات السابقة - بكفاءة لزيادته معدل العائد في المنظمة أو حتى على الأقل لخدمته نفسه.

إن زياده الفائدة التي تدفعها المنظمة على قروضها، يستلزم منها أن توفر المزيد من النقدية لاستثمارها في أوراق القبض والمخزون والأصول الثابتة، وقد تواجه هذه المنظمة مشكله بالنسبة للتدفق النقدي لطبيعة، هذه المشكله تتمثل في علاقه السبب والنتيجة بين الأصول والمبيعات بين الأصول والمبيعات. ويمكن تصوير هذه العلاقة فيما يلي:



الإدارة المالية

أولاً: الأثار على المركز المالي

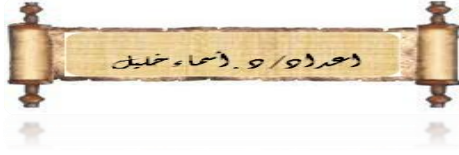
يمكن توضيح هذا عن طريق المثال التالي:

استثمرت شركة (الضحى) مبلغ ٥٠٠٠٠٠ جنيه في إنشاء شركة للملابس الجاهزة، وقامت الشركة بتأجير مبنى المصنع، وتكلفت قيمه الأصول الثابتة ٣٠٠٠٠٠ جنيه، وأصبح المركز المالي للشركة :

جدول رقم ١ الميزانية الأولى لشركة الضحى

الخصوم وحق الملكية		الأصول	
رأس المال	٥٠.٠٠٠	أصول متداولة (نقدية)	٢٠.٠٠٠
		أصول ثابتة مختلفة	٣٠.٠٠٠
	٥٠.٠٠٠		٥٠.٠٠٠

- بفرض ان الشركة تلقت طلبية لإنتاج ١٠.٠٠٠٠ فستان، وللتجهيز لنشاط الانتاج اشترت الشركة بحوالي ٢٠.٠٠٠٠ جنيه أقمشه، بشرط الدفع خلال ٢٠ يوم، وبهذا نجد أن بدون استثمارات اضافيه من صاحبه المشروع، زادت جملة الأصول بمبلغ ٢٠.٠٠٠٠ جنيه والتي مولت عن طريق حسابات الدفع.

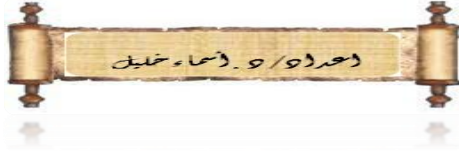


الإدارة المالية

- وبعد شراء المواد الخام تحملت الشركة مبلغ ٢٠.٠٠٠٠ جنيه أجور مقابل تفصيل هذه الملابس، تم دفع ١٠.٠٠٠٠ منها من الرصيد النقدي، والباقي هو ١٠.٠٠٠٠ جنيه اعتبرت أجور مستحقة. هذه العمليات لابد ان تؤثر على الميزانية، فأصبحت جملة الأصول ٨٠.٠٠٠٠ جنيه، كما زادت الأصول المتداولة بقيمة المواد الخام المشتراه، وبقيمه الأجور التي صرفت على تصنيع هذه المواد، وانخفضت بقيمه ما دفع من ثمن المواد الخام من رصيد النقدي، وانخفضت نسبه التداول إلي ١.٦٧ : ١ ، ونسبه المديونية اصبحت ٣٨% ويمكن بيان الميزانية على النحو التالي:

جدول رقم ٢ الميزانية الثانية لشركة الضحي

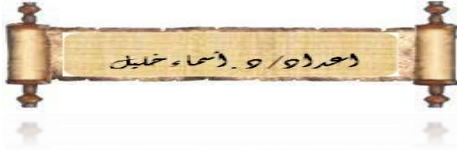
الخصوم وحق الملكية		الأصول	
رأس المال	٥٠.٠٠٠٠	أصول ثابتة	٣٠.٠٠٠٠
<u>الخصوم المتداولة</u>	٣٠.٠٠٠٠	<u>الأصول المتداولة</u>	٥٠.٠٠٠٠
٢٠.٠٠٠٠ حسابات دفع (دائنة)		١٠.٠٠٠٠ نقدية	
١٠.٠٠٠٠ أجور (مستحقة)		<u>بضاعة تحت التشغيل</u>	
		٢٠.٠٠٠٠ مواد	
		٢٠.٠٠٠٠ أجور	
	٨٠.٠٠٠٠		٨٠.٠٠٠٠



الإدارة المالية

- من أجل تكمله تصنيع الملابس، تحملت الشركة أجور إضافية ٢٠.٠٠٠ جنيه بدلاً أن تدفع نقداً، ويفرض أن الشركة ترغب في الاحتفاظ بحد أدنى للنقدية مقداره ٥٠٠٠ جنيه وحيث أن الرصيد الحالي ١٠.٠٠٠ جنيه، فإن على الشركة ان تقترض الفرق $10000 - (20000 + 5000) = 15000$ جنيه من البنك لكي تستطيع أن تدفع الأجور، ويظهر أثر هذا الاقتراض على الميزانية الثالثة. وترتفع جملة الأصول إلى ٩٥.٠٠٠ جنيه، ويصبح المخزون ٦٠.٠٠٠ جنيه، وهنا نجد أن نسبة التداول تنخفض إلى ١.٤ : ٢ وترتفع نسبة المديونية إلى ٤٧% ويتضح من هذا ازدياد المركز المالي للشركة.

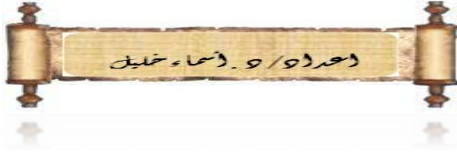
الخصوم وحق الملكية		الأصول	
رأس المال	٥٠.٠٠٠	أصول ثابتة	٣٠.٠٠٠
<u>الخصوم المتداولة</u>	٤٥.٠٠٠	<u>الأصول المتداولة</u>	٦٥.٠٠٠
٢٠.٠٠٠ حسابات دفع (دائنة)		٥.٠٠٠ نقدية	
١٠.٠٠٠ أجور (مستحقة)		٦٠.٠٠٠ بضاعة تامة	
١٥.٠٠٠ أوراق الدفع		الصنع (مخزون)	
٩٥.٠٠٠		٩٥.٠٠٠	



الإدارة المالية

تستخدم دوره النقدية بهذا المفهوم في التنبؤ المالي، على أساس معرفه العلاقات المالية التي تحكم هذه الدورة، ومعنى هذا تفصيلاً أن وجود طلبيه انتاج بحجم معين، يعني أنه لابد من توافر المواد الخام لإنتاج هذه الطلبية، وهذه المواد بقدر حجمها وبمعرفة سعرها، يتم تحديد قيمتها (قيمة المشتريات من المواد الخام). هذه المشتريات أما ان تدفع نقداً- لابد من توافر الرصيد النقدي- وأما أنها تكون بالأجل في شكل حسابات دائنة (موردين) أو في شكل أوراق دفع أو كلاهما. وهذه الحسابات سوف تدفع في مواعيدها وأيضاً (أوراق الدفع)، وبالنسبة لتصنيع هذه الطلبية فإنها تحتاج إلي عدد معين من العمالة يتم حساب أجورهم. هذه الاجور قد تدفع كلها نقداً أو جزء نقدي والآخر مستحق يتم دفعه بعد هذا، والحاجه إلي دفع الجزء المستحق من الأجور قد تدفع الشركة إلي الإقتراض.

وعندما يتم الانتهاء من انتاج السلعة، فإنها تتحول إلي مخزون تام الصنع، يتم بيعها أما نقداً أو آجل أو كلاهما، وبالنسبة للبيع فسوف تعود النقدية المحصلة إلي الرصيد النقدي فتزيده، أما بالنسبة للجزء الآجل فهو أما ان يتم في شكل حسابات مدينه (مدينين عملاء) أو في شكل أوراق قبض. هذه الأرصدة المدينه سوف يتم تحصيلها في مواعيدها وتتحول إلي نقديه، وفي حاله البيع الآجل فإن الشركة تحتاج إلي تمويل إضافي لتمويل عملياتها. وبالتالي تستطيع أن تقترض من البنك بضمان أوراق القبض، وترجع موافقه البنك على هذا إلي عده أمور من أهمها: جوده

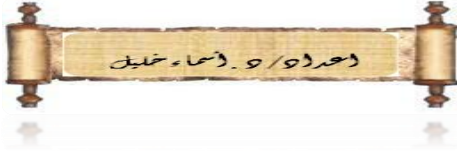


الإدارة المالية

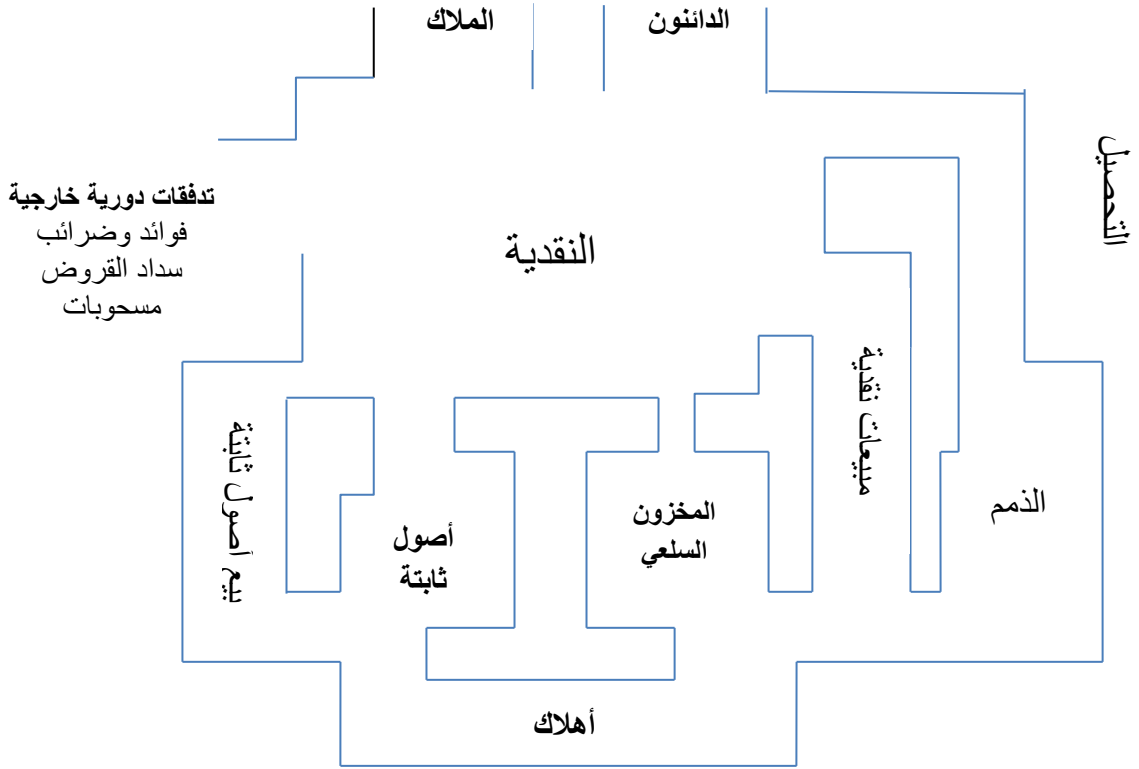
حسابات القبض، وعندما يتم الاقتراض تزداد النقدية وتزداد الخصوم المتداولة، وعندما يحين موعد السداد تنخفض النقدية وتنخفض الخصوم المتداولة وهكذا. وبالتالي يمكن للمدير المالي أن يستخدم فكره الدورة النقدية في تحديد الاحتياجات المالية والتنبؤ بها.

ثانياً: التدفق الداخـل والخارج للنقدية

يقصد بمعدل التدفق النقدي كميـه النقود الواردة والخارجة من وإلي المنظمة والوقت الذي يتم فيه هذا التدفق، ذاك أن رأس المال الذي تبدأ به المنظمة أعمالها لا يبقى في شكل نقدي سائل لفترة طويلة، بل مع بدء أعمال المنظمة يتم تحويله تدريجيًا إلي أصول مختلفة. والتي تعتبر - رأس مال حقيقي- من بضاعه واصول ثابتة ومهمات وغيرها، ويمكن تمثيل حركه النقدية وتدققها في المشروع بالشكل التالي:

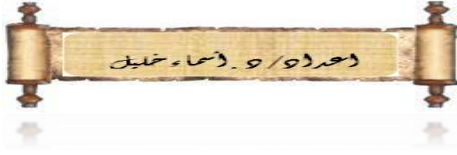


تدفقات داخلية دورية



شكل رقم ٢ حركة النقدية وتدفقاتها في المنظمة

هذا الشكل يظهر النقدية وكأنها تتدفق في انابيب مع وجود عدد من الخزانات في الطريق، وتتركز السيولة في جد رصيد او المخزون النقدي الكافي لسداد المستحقات على المنظمة، وتتدفق النقدية إلي الخزان النقدي دوريا، عن طريق اصدار الاوراق المالية والاقتراض وكليهما من المصادر الخارجية للنقدية، وتركز المصدر الداخلي للنقدية في المبيعات النقدية وتحصيل حسابات العملاء، وتحويل الاصول الثابتة إلي نقديه، وعاده في اننا نفترض وجود درجة عالية من الانتظام في

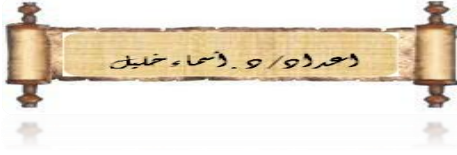


الإدارة المالية

هذا التدفق الداخلي، على الرغم من انه بالنسبة لبعض المنظمات قد تأتي النقدية اليها من المبيعات في اول كل شهر وفي مواسم معينة من السنة.

ومن الطبيعي نتوقع ان يكون هناك جزء من النقدية الواردة إلي الخزنة النقدي من المبيعات النقدية وتحصيل الذمة ممثله للأرباح، وطالما ان هذا الربح لم يدفع إلي اصحاب المنظمة- فيمكن ان ننظر اليه إلي حد ما- على انه نوع من التمويل الخارجي، على الرغم من انه في واقع الامر يمثل تمويلا ذاتيا للمنظمة، ذلك انه بدلا من ان يقوم اصحاب المنظمة بسحب هذه الأرباح او جزء منها، يتم اعاده استثمارها في المنظمة من اجل تنميه وزيادة اعمال المنظمة.

وتوجد من ناحيه أخرى تدفقات نقديه تتم دوريا إلي اطراف خارج المنظمة (دفع الضرائب وسداد القروض) ومن وقت لأخر فإن جزء من النقدية قد يوجه إلي شراء اصول ثابتة اما الا احلال اصول قد استهلكت او للتوسع في نشاط المنظمة، واخيرا فإن جزء من النقدية الخارجة يوجه إلي شراء المواد والمهمات، دفع الاجور والمرتببات ونفقات البيع والمصروفات الإدارية والعمومية، ومن الطبيعي ان يحتفظ في خزان المخزون السلعي جزء من المواد لضمان استمرار تدفق المواد وعدم توقف العملية الإنتاجية ، كما يحتفظ جزء من السلعة تم صنع تحت التشغيل في مثل هذا الخزان، وتتجه النقدية التي تتحقق من البيع النقدي مباشرة إلي الخزان النقدي، ودائما في

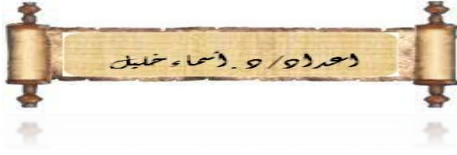


الإدارة المالية

حاله البيع الاجل فإن خزان الذمم يتصل بخزان النقدية عن طريق النشاط الخاص بتحصيل الزمم، وتعتبر النقدية الناتجة عن المبيعات سواء كانت انيه او اجله من اهم المصادر الداخلية للتدفقات النقدية الداخلة.

ومن المهم ان نلاحظ ان الاموال التي تستخدمها المنظمة لشراء الاصول المتداولة والاصول الثابتة ترتبط لدرجه كبيره بدوره اعمال المنظمة، وتتمثل هذه الدورة عاده فتره الانتاج وفترة البيع وفترة التحصيل (في حاله البيع الاجل) وتأخذ النقدية في هذه الدورة اشكالا مختلفة من مواد خام واجور والآت وغيرها، إلي ان يتم انتاج السلع وبيعها في الاسواق. حيث يتم استرجاع الاموال المنصرفة بشكل نقدي لاستخدامها في دوره اعمال ثانيه وهكذا. هذه الدورة لا تتم عاده بصوره قاطعه ومنفصله وانما تتداخل بحيث نجد ان فتره الانتاج تكون مستمرة حتى ولو لم تقم المنظمة باسترداد كل اموالها من المبيعات الاله وهكذا.

وتستخدم النقدية اما لشراء اصول متداوله او شراء اصول ثابتة، وفي حاله استخدام النقدية في الحصول على اصول متداوله مثل المواد الأولية واوراق القبض فإن دوره النقدية تكون قصيره الاجل. اي في حدود العام عاده. ذلك ان دوره النقدية في هذه الحالة تتوقف على طول دوره الاعمال من انتاج وبيع وتحصيل، اما بالنسبة لاستخدام النقدية في الحصول على اصول ثابتة فإن النقدية المستخدمة لا تسترد في

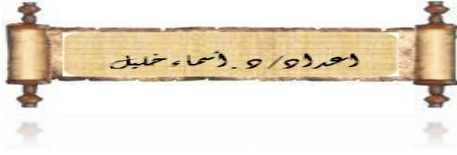


الإدارة المالية

الاجل القصير وانما على فترات طويلة، تتوقف على العمر الانتاجي لهذه الاصول. ويلاحظ ان كل من راس المال العامل (الذي يتمثل في الاصول المتداولة) وراس مال الثابت (الذي يتمثل في الاصول الثابتة) يشترى كام معا في العملية الإنتاجية، وبالتالي فإن كل منهما يكمل الاخر. من هذا المفهوم اصبح ضروريا ان تحمل تكلفه البضاعة المنتجة جزء من تكلفه الاصول الثابتة يتمثل - نظريا على الاقل - ذلك الجزء من هذه الاصول الذي ساهمت به العملية الإنتاجية، معنى ذلك ان راس المال الثابت لا يسترد بالكامل مع انتهاء دوره الاعمال وانما يسترد جزء منه فقط، وقد جرى العرف على تسميه هذا الجزء بالإهلاك او الاستهلاك ويمثل المقدار الذي تقدره الإدارة بان الاصول الثابتة قد ساهمت في العملية الإنتاجية في اي دوره اعمال، ولا شك ان الجزء المحتجز من اموال المنظمة في شكل احتياطي اهلاك سنويا لابد ان يساوي قيمه الاصل في نهاية عمر الاصل بحيث يمكن نظريا على الاقل - استبدال هذه الاصول المستهلكة بأصول اخرى جديده.

ثالثاً: هل الإهلاك مصدر للأموال

لقد جرت العادة عند حساب النقدية المتوفرة عن طريق الاعمال، اضافته قيمه الإهلاك إلي صافي الربح، مما ادب بعض الكتاب إلي اعتبار الإهلاك مصدر الاموال في المنظمة اي يعتبر مصدر للنقدية، بل ان البعض يذهب إلي اعتبار



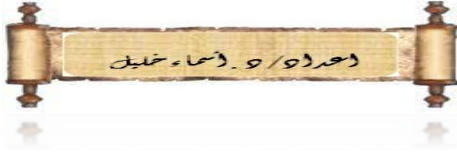
الإدارة المالية

الاهلاك مكونا رئيسيا للموارد الداخلية المتاحة لتمويل اعمال المنظمة. ومن المهم ان نحدد طبيعة الاهلاك وكيفية معالجته حتى يمكن للإدارة صنع قرارات مالية سليمة.

ان الاهلاك يعتبر مصروفا كغيره من المصروفات، وقد سبق ان راينا ذلك بوضوح في المثال السابق عند تحديدنا لتكلفه البضاعة. ومن هذه الناحية فإن الاهلاك لا يختلف في معالجته عن اي نوع من المصروفات التي تحمل حساب الارباح والخسائر على اساس مبدا الاستحقاق، لذلك فإن القول بان الاهلاك يوفر نقديه هو قول غير صحيح بل قد يكون ضالا، ذلك ان المنظمة تحصل على النقدية عن طريق المبيعات، ومن الاصح ان نقول بان الاموال التي تتولد من هذه المبيعات تفوق المصروفات التي تستخدم اموالا حاضره. ويمكن بيان ذلك بالمثال التالي:

نفترض ان شركه اليسر تستثمر مبلغ قدره ٥٠٠ الف جنيه في وصول ثابتته وتقدر استهلاك هذه الاصول على مدار ١٠ سنوات بمعدل ثانوي قدره ٥٠ الف جنيه وبعد السنه الاولى من العمليات قد تظهر قائمه نتائج الاعمال كالتالي:

٢٠٠.٠٠٠	مبيعات نقديه
٨٠.٠٠٠	مواد واجور ومصروفات اخرى نقديه
١٣٠.٠٠٠	اهلاك
٧٠.٠٠٠	ربح العمليات قبل دفع الضريبة



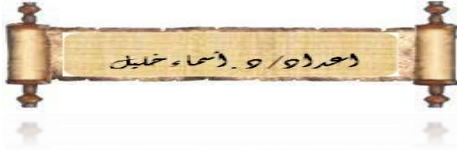
الإدارة المالية

ولبيان قيمه الاموال التي تولدت من العمليات قبل دفع الضريبة فإنه من الواضح بان هناك ٢٠٠ الف جنيه نقديه وارده من المبيعات، ٨٠ الف جنيه نقديه خارجه في شكل مواد وأجور ومصروفات اخرى. ولكن لم يحدث أن خرجت أي نقديه مقابل الأهلاك، بمعنى أنه لم تكتسب الإدارة شيئاً بمبلغ ٥٠ الف جنيه لحساب الأهلاك ولذلك فإنه عند حساب الاموال المتولدة من العمليات نقوم بإعاده ترتيب القائمة السابقة كما يلي:

٢٠٠.٠٠٠	مبيعات نقديه
٨٠.٠٠٠	مصروفات استخدمت اموالا حاضره
١٢٠.٠٠٠	صافي الاموال التي حققتها العمليات

هل من الممكن زياده الاموال التي تحققت العمليات إذا زدنا قيمه الأهلاك؟ إن هذا أمر غير ممكن، ذلك أن الأموال التي تكون قد تولدت من المبيعات لن تتغير كما أنه لن توجد أموالاً خارجه من المنظمة لأمر الإهلاك.

ويرى البعض أن الإهلاك يعتبر مصدراً للأموال او النقدية بطريقه غير مباشره، على أساس أن الإهلاك يعتبر (وقاء من الضريبة) بمعنى ان الدخل يقسم منه الأهلاك وبالتالي لا تدفع المنظمة ضرائب مقابل هذا، ومن ثم تحفظ النقدية بالمنظمة حسب معدل الضريبة السائد. ولكن حتى هذه الحالة فإن هذا الراي قد يمكن قبوله عند مقارنة طرق اهلاك مختلفة، لأنه بدون

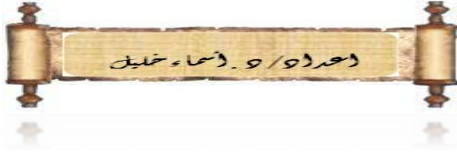


الإدارة المالية

ذلك فإنه نفس المنطق ينطبق بالضرورة على جميع المصروفات الأخرى المقيدة على أساس مبدأ الاستحقاق، وبالتالي ليس هناك ما يدعو إلى قصرها فقط على الإهلاك، وعلى ذلك فإن القول بأن الإهلاك يعتبر وقاء من الضريبة، وبالتالي يحفظ النقدية في المنظمة هو قول مقبول فقط في حاله وجود طرق إهلاك مختلفة يترتب عليها استخدام إما طريقه أو أخرى لحساب الإهلاك، قد تكون عاملاً مالياً له أهميته في اختيار طريقه الإهلاك.

ولا شك أن تفضيل طرق الإهلاك السريع (القسط المتناقص) على الطريقة العادية (القسط المتساوي)، يأخذ من غرض عن طريق زياده الخصم من الدخل الذي يخضع للضريبة، وبالتالي أحد من التدفقات النقدية الخارجة لسداد الضريبة، وبذلك فإن المبلغ الذي يحتجز في المنظمة بسبب اتباع طريقه القسط المتناقص في الإهلاك يعتبر بمثابة قرض بدون فائدة.

ولتوضيح هذه النقطة نفترض أن شركة اليسر قد واجهت في السنة الأولى للعمليات مشكله الاختبار بين الطريقتين السابقتين للإهلاك، طريقه القسط المتساوي، ففي نهاية السنة الأولى يكون الإهلاك حسب الطريقة الأولى ٩٠,٩٠٠ جنيهاً بينما يبلغ الإهلاك حسب الطريقة الثانية ٥٠ ألف جنيه، وطبعاً لذلك نجد أن حساب الأرباح والخسائر في كلتا الحالتين يكون كما يلي:



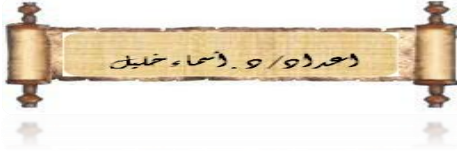
الإدارة المالية

طريقة القسط المتساوي	طريقة القسط المتناقص	البيان
٢٠٠.٠٠٠	٢٠٠.٠٠٠	المبيعات (النقدية)
٨٠.٠٠٠	٨٠.٠٠٠	مواد وأجور ومصروفات نقديه
٥٠.٠٠٠	٩٠.٩٠٠	اهلاك
١٣٠.٠٠٠	١٧٠.٩٠٠	
٧٠.٠٠٠	٢٩١٠٠	ربح العمليات
١٧٥٠٠	٧٢٧٥	ضريبة الارباح (٢٥%)
٥٢٥٠٠	٢١٨٢٥	صافي الربح بعد الضرائب

ومن الممكن ان نلاحظ ان الاموال المتولدة عن العمليات في كلتا الحالتين لا تتغير، ولكن الأموال التي تتحقق بعد دفع الضريبة تكون اكبر في حاله طريقه القسط المتناقص نظراً لما تمتاز بوصفها (وقاء من الضريبة) ويمكن بيان ذلك بإعادة تقسيم القائمة السابقة كما يلي:

طريقة القسط المتساوي	طريقة القسط المتناقص	البيان
٢٠٠.٠٠٠	٢٠٠.٠٠٠	المبيعات (النقدية)
٨٠.٠٠٠	٨٠.٠٠٠	مصروفات استخدمت موالاً حاضره
١٢٠.٠٠٠	١٢٠.٠٠٠	الاموال التي حققتها العمليات
١٧٥٠٠	٧٢٧٥	الضريبة المدفوعة
١٠٢,٥٠٠	١١٢,٢٧٥	الأموال المتبقية بعد دفع الضريبة

ويلاحظ أنه باستخدام طريقه القسط المتناقص يأخذ قسط الاهلاك في الانخفاض من سنه إلى اخرى، حتى يصل إلى حوالي ٩,٠٩٠ جنيههم في السنه العاشرة، ونفس الاتجاه سيحدث بالنسبة للميزة الضريبية، وبالتالي لو بقى سعر الضريبة ثابتاً خلال مده العشر سنوات، فإن مجموع ما ستدفعه الشركة من ضرائب خلال هذه المدة سيكون واحداً في الحالتين، ولكن تحصل الشركة على ميزه معينه باستخدام طريقه القسط المتناقص، تتمثل في القيمة الزمنية للنقود، معنى أنه من الأفضل الحصول على الاموال أو النقود الآن، بدلا من الحصول عليها مستقبلاً، ومن



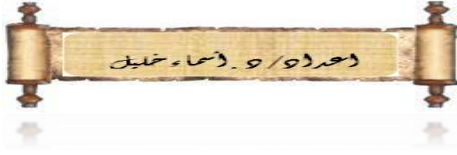
الإدارة المالية

ثم يمكن للشركة استثمار الجزء من الاموال الممثل في الفرق بين الاموال المتحققة بعد دفع الضريبة (اي الفرق بين ١١٢,٧٢٥٠ اجنيها و ١٠٢,٥٠٠) في عمليات المشروع على أمل ان تعود بإيرادات إضافية تزيد عن الضرائب المرتفعة التي ينبغي دفعها في السنوات الأخيرة من فترة الاهلاك.

مما سبق يتضح ان الإهلاك في حد ذاته لا يعتبر مصدرا للأموال أو النقدية، ويرجع الخلط في فهم الإهلاك فيما يتعلق بكونه مصدراً للنقدية أو للأموال إلي:

١. عدم فهم طبيعة الإهلاك ومخصصاته: حيث أن الإهلاك ما هو إلا تكلفه الاستفادة من الاصل خلال الفترات الزمنية. إي أن تكلفة الأصل دفعت قبل هذا، والإهلاك عبارة عن القيد المحاسبي الخاص بتوزيع هذه التكلفة وإثباتها في السنوات التي استفادت من الاصل. وبالتالي لا يمكن عن طريق القيد الدفترى ان يتحول الإهلاك من مدفوعات تمت فيما سبق (تدفق نقدي خارج) إلي تدفقات داخله حالياً، كما لا يمكن ان يكون البند الواحد تدفق نقدي داخل وخارج في نفس الوقت.

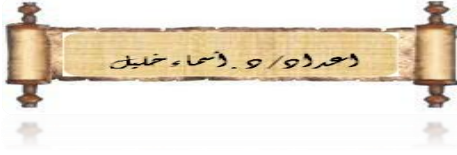
٢. الفهم الخاطيء لرصيد الإهلاك على أنه مجمع: يمكن استخدامه عند الحاجة او عند استبدال او احلال اصل محل الاصل صاحب الاهلاك، ولكن في الحقيقة فإن الاهلاك يمثل النفاذ المتراكم للأصول وليس تخزينها والاحتفاظ بها. والقيد المحاسبي الذي يجعل حساب الإهلاك دائنًا وحساب الارياح والخسائر مدينًا، ما هو الا قيد محاسبي دفترى لا يخلق شيئاً بالمرّة. بل ان كل ما يفعله هذا القيد هو تحويل جزء من تكلفه الاصل إلي مصروف لكي يعكس ذلك الجزء من الاصل الذي استنفذ في هذه الفترة.



رابعاً: العوامل المؤثرة على التدفق النقدي

سبق أن أوضحنا ان تعادل النقدية الخارجة من المنظمة الواردة اليها أمر غير محتمل في الواقع العملي، كما ان حدوث هذا التعادل في نهاية المدة المالية لا يعني كثير بالنسبة للمدير المالي. ذلك ان تدفق النقدي عمليه مستمرة خلال السنه وبالتالي تؤثر على مقدره المنظمة على سداد التزاماتها خلال السنه، فاذا حدث وانخفض رصيد النقدي خلال السنه إلي درجه غير عاديه، فقد يدفع هذا المدير المالي إلي محاوله الحصول على نقديه إضافية من خارج المنظمة أو إلي تخفيض الزمن أو المخزون السلعي، أو قد يعارض الاقتراحات التي يتقدم بها مديرون آخرون في المنظمة بسبب ظروف المركز النقدي للمنظمة.

وتتغير التدفقات النقدية نتيجة لمؤثرات خارجيه لا يكون المدير المالي سيطرة عليها او مؤثرات داخلية تتعلق بالسياسات الخاصة بوظائف المنظمة المختلفة، مثل : سياسات البيع والإنتاج والأفراد وغيرها، في الاحوال الاقتصادية بصفه عامه قد تؤثر على مستوى نشاط المنظمة من حيث مستوى المبيعات، مما يؤثر على التدفق النقدي في المنظمة، فانخفاض مستوى المبيعات مثلاً، يؤثر بدون شك على مستوى الإنتاج وبالتالي على المشتريات من المواد الأولية والمهمات وغيرها، كما يؤثر أيضاً على مستوى العمالة، وبالتالي على الأجور وغيرها من النفقات التي تتحملها المنظمة، كذلك فإن التغيير في مستوى الأسعار يؤثر على التدفق النقدي في المنظمة، فإذا ارتفعت الاسعار بصفه عامه فإن هذا يعني أن المنظمة تحتاج إلي مبالغ نقديه أكبر لشراء مستلزماتها من المواد الأولية والمهمات وغيرها. مما يجب ان يؤخذ في الاعتبار عند تقدير المدير المالي إلي حركه النقدية في المنظمة وتحديد رصيد النقدي اللازم للاحتفاظ به

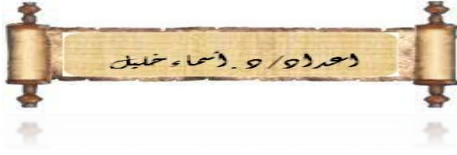


الإدارة المالية

إن بعد العوامل العارضة قد تؤثر أيضا على حركه التدفق النقدي مثل: ارتفاع معدلات ضريبه الارباح التجارية والصناعية، وتقلبات الشديدة او غير العادية في الاحوال الجوية واضطرابات العمال، فإذا تكررت هذه العوامل العارضة بصورة أكبر، أصبح من الضروري على المدير المالي أن يحتفظ برصيد نقدي كبير يمكنه من سداد التزامات المنظمة رغم هذه هي الظروف.

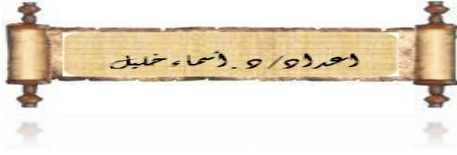
من ناحيه اخرى فإن سياسات المنظمة المختلفة تؤثر بطريقه مباشره أو غير مباشره على التدفق النقدي في المنظمة، ومن المهم أن يتبين للمدير المالي اثر التغيير في هذه السياسات على المركز النقدي للمنظمة. فمثلا القيام بحمله اعلاميه على نطاق كبير لها تأثير على مركز المنظمة النقدي، الامر الذي يجب ان يوازن بالنقدية الداخلة إلى المنظمة، كذلك سياسه البيع الآجل أو بالتقسيط لها تأثيرها على حركه النقدية، ومن ثم يجب ان يتفهم المدير المالي اثر التغييرات التي تحدث في هذه السياسات على المركز النقدي، فمدير المشتريات مثلاً في استطاعته أن يحصل على خصم كميّه إذا قام بشراء ما تحتاجه إدارة الانتاج لمدته سته شهور مره واحده. ولكن هذا يتوقف بالطبع على وجود نقديه كافيه في المنظمة، ومن ثم لابد من اخذ رأي المدير المالي في هذه العملية، وتأكد من سلامه مركز المنظمة من حيث السيولة، ففي هذه الحالة قد تفكر منظمه في تغيير سياساتها بالنسبة للمهايا والأجور بان تدفع كل اسبوعين بدلاً من مره كل شهر. وهذا يعني من حيث التوقيت خروج نقديه بطريقه أسرع من المنظمة مما يكون له أثره على رصيد النقدية الذي ترى المنظمة ضرورة الاحتفاظ به.

يتضح مما سبق ان عوامل خارجيه وداخليه معينه تؤثر على رصيد النقدية اللازم للاحتفاظ به في المنظمة، عن طريق تأثيرها على معدل خروج ودخول النقدية أو على توقيت



الإدارة المالية

هذه التدفقات، وهذه الحقيقة تبرر دور المدير المالي في اتخاذ القرارات في مجالات نشاط المنظمة المختلفة والتي لها أثرها على حركة النقدية في المنظمة.



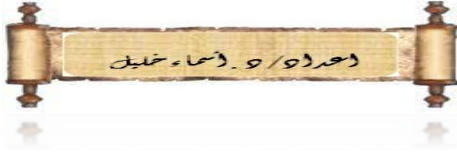
الجزء الثاني: بيان تدفق الأموال بالمنشأة

مقدمة

تتمثل نقطه البدء الأساسية في فهم أبعاد الوظيفة المالية، في معرفه كيفية تدفق الأموال بالمنشأة، فالمدير عليه أن يلم بكافه التفاصيل عن التدفق في منشأته بصرف النظر عن ماهيه شكلها القانوني. إن تدفق الاموال يجب أن ينظر إليه بإعتباره عمليه دائريه مستمرة تبدأ وتنتهي بالنقدية.

ففي بدء نشاط أي منشأة يحدث تدفق نقدي داخل من خلال الأموال المقدمة من ملاك المنشأة. أول ما تحصل عليها من الاستدانة. هذه الأموال بدورها تستخدم كتدفق نقدي خارج كي يتسنى شراء أو استئجار الأصول الثابتة، تدبير القوه البشرية وشراء وتخزين المواد الخام اللازمة لممارسه النشاط. وبمجرد بدء العملية الإنتاجية فالأمر يستلزم تدفقات نقيه خارجه لتغطيه المصروفات الصناعية المباشرة والغير مباشره.

وخلال العملية التسويقية فهناك من المصروفات المباشرة وغير مباشره التي تتطلب معها خروج تدفقات نقيه من المنشأة. وهذه العملية

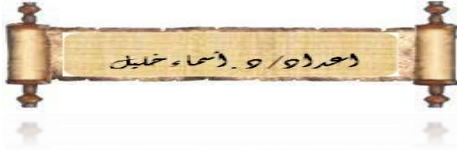


الإدارة المالية

التسويقية قد تنتهي - ماليًا - بالبيع النقدي والذي يعني تدفقات نقدية داخله للمنشأة، أو قد تنتهي بالبيع الآجل مع ما سيصاحبهم تدفقات خارجه تغطي مصروفات مرحله التحصيل، ثم تنتهي مرحله التحصيل بتحقيق تدفقات نقدية داخله في صورته متحصلات من البيع الآجل وبالتالي تبدأ دوره جديدة.

ويلاحظ أن دوره العمليات هذه تمثل التيار الأساسي والدائم للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، ولكن لا يعني ذلك أنها التيار الوحيد. فهناك تيار الملكية الخارجية حيث يوفر للمنشأة تدفقات داخله عند بدء النشاط والتكوين أو عند مراحل أخرى تاليه، كما أنه يمثل تدفق نقدي خارج في صورته التوزيعات النقدية التي تدفع للملاك أو حمله الأسهم، أو في صورته الأسهم المستردة، كما أن هناك تيار المديونية بآجالها المختلفة، حيث يمثل تدفق داخل للمنشأة عند الحصول على القروض، كما يمثل تدفق نقدي خارج عند قيام المنشأة بخدمه الديون وسدادها.

وجدير بالذكر أن المبيعات ما هي إلا حصيلة تفاعل عده عناصر من التكاليف المختلفة، والتي تعبر بدورها عن مساهمات الأصول البشرية

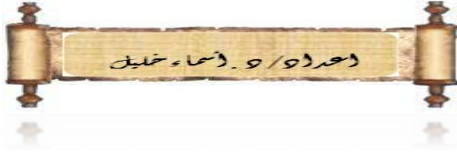


الإدارة المالية

والأصول الثابتة والمتداولة، ومن ثم فإن المنشأة تستهدف من وراء عمليه البيع تحقيق هدفين: الأول: استرجاع ما سبق انفاقه. والثاني: تحقيق قدر من الفائض لتوفير عنصر النماء للمنشأة، وفي حل تمكن المنشأة من استرجاع التكاليف فقط، كأنها تكون في حاله تعادل، أما اذا تم تحقيق الهدفين فالمنشأة هنا رابحه، وهذا الأمر يصاحبه تدفق نقدي خارج في صورته ضرائب، كما قد يصاحبه تدفق خارج آخر في صورته توزيعات على الملاك أو حمله الاسهم. أما في حاله عدم التمكن من استرجاع كامل التكاليف، فإن المنشأة هنا تعاني من الخسائر، وبالتالي لا تتحمل باي تدفق خارج يمثل الضرائب. هذا وتجدر الإشارة أيضا الى أن مساهمه الأصول الثابتة في العملية الإنتاجية يعبر عنها بالاستهلاك، والذي هو في حقيقته مصروف حقيقي (وليس وهمي) وأن لم يكن نقدياً. هذا المصروف الذي هو ثمن (تكلفة) خدمه الأصول الثابتة، يجب استرجاعه ضمن باقي المصروفات الاخرى، وإلا تعرض رأس مال الشركة للتآكل.

وبلاحظ ان اختلاف توقيت ومقادير التدفقات النقدية الداخلة عن تلك

الخارجة يجعل من الضروري للمنشأة أن تحافظ برصيد نقدي (في خزان



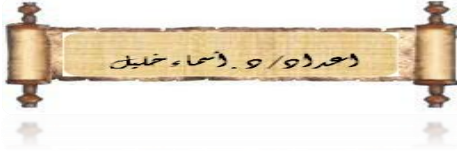
الإدارة المالية

النقدية)، حتى تتمكن من تغطيه العجز النقدي إذا ما زاد التدفق الخارج على التدفق الداخل، كما أن مركز النقدية قد يزيد أو ينقص في نهاية الفترة المالية عن بدايتها، بصرف النظر عن تحقيق الربح من عدمه.

وفي حاله ما اذا كان رصيد النقدي في نهاية الفترة أكبر من القدر المطلوب لإعادة دوره النقدية مرة أخرى، فإنه يمكن استثمار هذا القدر الزائد بصورة مؤقتة في أوراق مالية قصيرة الأجل، أما إذا كان رصيد النقدي أقل من مستوى الأموال المطلوبة، فعلي المنشأة أن تدبر أموال إضافية، إما عن طريق بيع استثماراتها في الأوراق المالية قصيرة الأجل، أو الإقراض من البنوك، وأخيراً قد تصدر أسهماً أو سندات جديدة، وقد تمزج بين أكثر من وسيلة.

أولاً: بيان تدفق الاموال

من أجل تحليل التدفقات المالية والتنبؤ بها يستعين المدير المالي بأداة هامة تسمى (بيان تدفق الاموال)، أو كشف مصادر واستخدامات الأموال الاموال أو (بيان حركه الاموال). هذا البيان يمكن المدير المالي

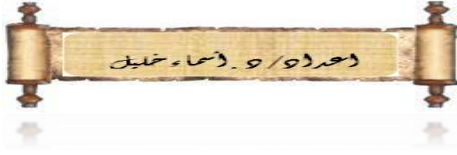


الإدارة المالية

من تقييم استخدامات الأموال في الشركة وفي تحديد كيفية تمويل هذه الاستخدامات، وذلك إذا ما أُعد على أساس تاريخي، أما إذا تم إعداد هذا البيان على أساس تقديري ليغطي فترة زمنية مستقبلية، فإنه يساعد المدير المالي في تعيين نمو الشركة، وما يستتبعه هذا النمو من احتياجات مالية. ومن ثم البحث عن أفضل طريقه لتمويل هذه الاحتياجات.

ولذا يمكن النظر إليه كمحك جيد لاختبار السياسات الاستثمارية والتمويلية والتوزيعية بالمنشأة. ولا يحظى هذا البيان باهتمام المدير المالي فقط، بل يحظى باهتمام جهات خارجيه مثل المقرضين. فالمقرض يودي التعرف عما فعلته المنشأة بالأموال التي في حوزتها، وماذا تتوي ان تفعل بالأموال الجديدة التي تطلبها. وما هي قدرتها على سداد الدين، وكيف سيتم ذلك؟ . لذا فالبيان يجيب على هذه التساؤلات، ولذلك يمكن استخدامه كوثيقه تفاوضيه مع المقرضين المحتملين.

وفي واقع الامر هناك تعريفات متعددة لكلمه أموال، فهناك التعريف الواسع الذي يعتبر الأموال هي كل أصول المنشأة سواء ثابتة او متداولة، أو قد يضيق التعريف ليعبر عن الأصول المتداولة فقط أي رأس المال



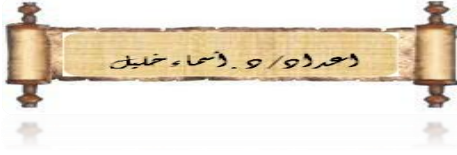
الإدارة المالية

العامل، أو قد تشير الأموال لصافي رأس المال العامل (أي الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة) ، وهناك التعريف الأكثر محدودية وضيقةً، والمتمثل في تعريف الاموال كمرادف للنقدية.

أنا تضيق أو توسيع التعريف يتوقف على هدف المحلل المالي، وأن كان التعريفان الأخيران هما الأكثر شيوعاً واستخداماً.

ثانياً: إعداد بيان تدفق الأموال

أن هذا البيان ينصب على التغيرات التي تطرأ على الأصول والخصوم ورأس مال الشركة، من فتره الى أخرى، فهو يقيس مقادير الزيادة أو النقص التي تلحق بهذه العناصر، ولذلك فإن إعداد البيان يتطلب توافر ميزانيتين عموميتين للمنشأة المعنية في تاريخين مختلفين. والمدى الزمني بين هذين التاريخين يقصر أو يطول وفقاً للفترة المواد تحليلها. وهذا المدى هو الذي يتم تحليل التدفقات المالية خلاله، وقد يتطلب هذا البيان كذلك الاستعانة ببعض البيانات الواردة في قائمه الدخل والتوزيع.



الإدارة المالية

وسنناقش هنا ثلاثة طرق للأعداد وهي:

- إعداد البيان في صورة الموازنة بين المصادر والاستخدامات.
- إعداد البيان وفقا للأساس النقدي.
- إعداد البيان لقياس التغيرات في صافي رأس مال العامل.

وأي كان طريقه الإعداد، فيلزم مبدئياً القيام بخطوات التالية:

١. تحديد مقدار التغير في عناصر الأصول والخصوم، خلال الفترة

المحصورة بين تاريخي الميزانيتين.

٢. تصنيف هذه التغيرات إلى مصادر الأموال واستخدامات للأموال.

وهنا يلاحظ ان الأصول بطبيعتها استخدامات للأموال، وبالتالي فان

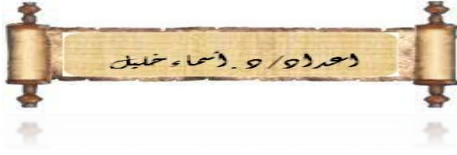
أي زياده في الأصل لا يخرج عن طبيعته فيظل استخداماً، أما نقص

الأصل فيفيد معنى التصفية من أجل تدبير الأموال. ولذا فنقص الأصل

مصدر للأموال، وكذلك الامر بالنسبة للخصوم ورأس المال والتي هي

بطبيعتها مصادر للأموال، فزياده أحدها لا يخرج عن طبيعته ولذا فزيادة

الخصم أو رأس المال تعتبر مصدرا للأموال.



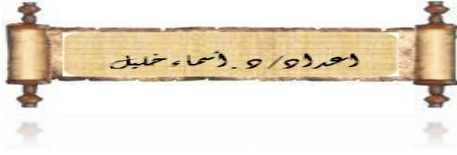
الإدارة المالية

أما نقص الخصم فيفيد معنى استخدام الاموال في انقاذ هذا الخصم، وعليه فنقص اي خصم او رأس مال يعتبر استخداما للأموال. هذا ويحتاج النقدية لبعض التفسير في هذا الخصوص. فعلى ان ننظر الى النقدية باعتبارها استثمارا في اصل وزياده هذا الاصل يعتبر استخداما للأموال، اما نقصان النقدية فيعني توجيه هذا القدر المنقوص لتمويل احد الاستخدامات الاخرى، وهكذا يكون نقص النقدية مصدرا للأموال. وبناء على ما سبق يمكن تصنيف مصادر الاموال واستخداماتها الاكثر شيوعا في المجموعتين التاليتين:

استخدامات الأموال	مصادر الأموال
• الزيادة في قيمة أي أصل	• النقص في قيمة أي أصل
• النقص في قيمة أي خصم.	• الزيادة في قيمة أي خصم.
• التوزيعات النقدية.	• قسط الاستهلاك والمصروفات.
• صافي الخسارة.	• صافي الربح بعد الضريبة.
• استرداد أو إعادة شراء الأسهم.	• الزيادة في أسهم رأس المال المصدر.

٣. تصوير هذه المعلومات في شكل بيان لمصادر واستخدامات

الاموال، ويفضل تحويل قيمته الى نسبة مئوية لتيسير المقارنات التاريخية وللتعرف على ما اذا كان هناك اتجاهات معينة في هذه التغيرات أم لا.



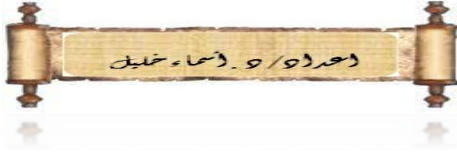
الإدارة المالية

وذلك كله من أجل تعميق تحليل البيانات والمعلومات الواردة في هذا البيان.

وتجدر الإشارة الى بعض الملاحظات ذات الأهمية الخاصة في اعداد البيان:

اولا: قد يستخدم مصطلح الاموال المتولدة من العمليات في تحليل هذا البيان. وهذا المصطلح يعني صافي الربح بعد الضريبة مضافا اليه قسط الاستهلاك (او اي مصروف غير نقدي اخر) عن الفترة المعد عنها البيان، وذلك تأسيسا على اعتبار الاستهلاك من بين مصادر التمويل، وانه قد تم استنزاله من صافي الربح باعتباره مصروفا، برغم من انه غير مصحوب بتدفق نقدي خارج. وعليه لتحديد حجم الاموال المتولدة من العمليات يلزم اعاده اضافته الى صافي الربح بعد الضريبة.

ثانيا: عند حساب التغير في الاصول الثابتة، يجب مراعاة ان الميزانية قد تظهر فقط صافي الاصول الثابتة، او قد تظهر اجمالي الاصول الثابتة، مع طرح احتياطي (مجمع) الاستهلاك منها. في واقع



الإدارة المالية

الامر فان ورود قيم الاصول الثابتة بصورة صافيه في الميزانية يستلزم

استخدام المعادلة التالية لا يجاد التغير في صافي الاصول الثابتة.

التغير في صافي الاصول الثابتة = صافي الاصول الثابتة عند

تاريخ الانتهاء + الاستهلاك خلال الفترة - صافي الاصول الثابتة عند تاريخ

البدء.

ولا يخفى ان ما نحصل عليه هو التغير في صافي الاصول الثابتة،

ومن ثم لا نتعرف على تفاصيل اخرى تتصل بطبيعة المشتريات من

الاصول الثابتة المضافة. او مقادير الاصول الثابتة التي تم بيعها، ولن

يأتي ذلك بالرغم من اهميته الا من خلال مزيد من البحث المستقل، اما اذا

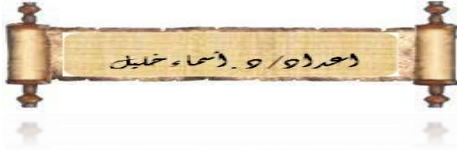
كان ورود قيم الاصول الثابتة في صورة قيم اجماليه مطروح منها مجمع

الاستهلاك، واخذا في الاعتبار احتمال تصفيه بعض الاصول الثابتة

وبالتالي الغاء متجمع الاستهلاك الخاص بها، فيصبح ضروريا تحديد

صافي الاصول الثابتة الملغاة والتي تعتبر مصدرا من مصادر التمويل.

ويتم تحديد هذا الصافي كما يلي:



الإدارة المالية

صافي الاصل الثابت الملغى = الاصل الثابت الملغى - متجمع

الاستهلاك الملغى.

اما الاصل الثابت الملغى فيحسب كما يلي:

الاصل الثابت الملغى = رصيد الاصل في البدء + ما تم شراؤه اثناء

الفترة - رصيد الاصل في نهاية الفترة.

كما ان متجمع الاستهلاك الملغى يحسب كما يلي

متجمع الاستهلاك الملغى = الرصيد في بدء الفترة + الاستهلاك خلال

الفترة - الرصيد في نهاية الفترة.

بالطبع فإننا نتعرف على ما تم شراؤه اثناء الفترة من خلال

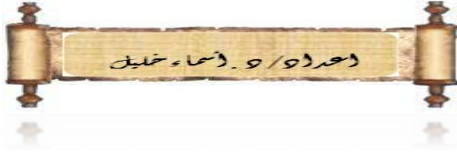
الملاحظات الموجودة بالميزانية العمومية، هذا من ناحية الاصول الثابتة

كمصدر للأموال. اما بالنظر اليها كاستخدام للأموال فان الاصول الثابتة

المشتراه اثناء العام هي التي تمثل هذا الاستخدام. وبتطبيق الطريقتين

السابقتين على بيانات الميزانيتين وقائمه الدخل اللاحق بياناتهما نجد ما

يلي:

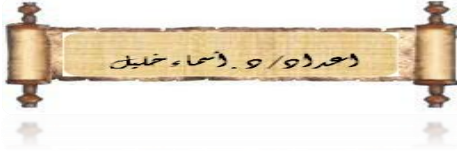


- إن صافي الأصول الثابتة في عام ٢٠١٩ كان ٦٠ ألف جنيه، بينما بلغ ٧٢ ألف جنيه في عام ٢٠٢٠، في حين ان استهلاك العام من واقع قائمه الدخل كان ٥٠٠٠ جنيه. وقد اظهرت ملاحظات التسجيل ان المنشأة قامت بشراء آلات جديدة في عام ٢٠٢٠ بمقدار ٢٠ ألف جنيه. وبتطبيق المعادلة التي تستخدم في حاله القيم الصافية:

التغير في صافي الأصول الثابتة =

$$١٧,٠٠٠ = ٦٠,٠٠٠ - ٥٠٠٠ + ٧٢,٠٠٠$$

- أي أن هناك زيادة مقدارها ١٧٠٠٠ جنية ومن ثم تعالج كأستخدام للأموال. أما إذا اعتمدنا علي القيم الإجمالية، حيث كانت الأصول الثابتة تعادل ٨٠,٠٠٠ جنية في عام ٢٠١٩، وتعادل ٩٦,٠٠٠ في عام ٢٠٢٠. بينما مجمع الاستهلاك كان ٢٠,٠٠٠ في عام ٢٠١٩، ثم أصبح ٢٤,٠٠٠ في عام ٢٠٢٠.



الإدارة المالية

وبتطبيق معادلات الطريقة الثانية يمكن تحديد:

$$\text{الأصول الثابتة الملغاه} = 80,000 + 20,000 - 96,000 = 4,000$$

$$\text{الاستهلاك الملغي} = 20,000 + 5,000 - 24,000 = 1,000$$

$$\text{صافي الأصول الملغاه} = 1,000 - 4,000 = 3,000$$

وهذا المبلغ يعد بمثابة مصدراً للأموال (كتعبير عن نقص صافي

الأصول الثابتة)، أما الأصول الثابتة كاستخدام للأموال فتتمثل في مبلغ

٢٠٠٠٠ جنيه قيمه المشتريات المضافة للآلات اثناء العام. وحقيقه ان

التأثير الحسابي واحد للطريقتين، الا ان الطريقة الثانية اكثر وضوحا ودلاله

على طبيعة التغيرات التي حدثت.

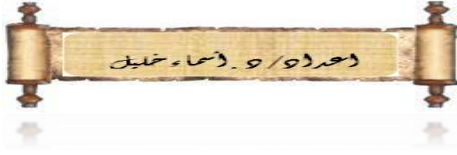
ثالثاً: فيما يتصل بالتغيرات في الأرباح المحتجزة، يجب الملاحظة

انها تتأثر بعاملين اساسيين هما: صافي الربح بعد الضريبة او صافي

الخسارة، وتوزيعات الأرباح على الملاك، وفي بعض الاحيان لا تسجل

توزيعات الأرباح في قائمه الدخل او لا يتاح للمحلل المالي بيان عنها،

عندئذ يلزم استخراجها عن طريق المعادلة:



الإدارة المالية

التوزيعات عن العام = صافي الربح بعد الضريبة في نهاية العام -)

رصيد الأرباح المحتجزة في نهاية العام - رصيد الأرباح المحتجزة في بداية العام).

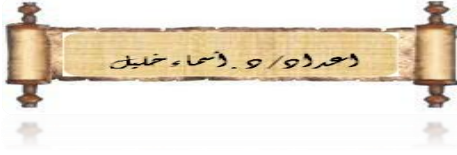
وبالتطبيق علي بيانات الشركة، يمكن تحديد توزيعات عام ٢٠٢٠

كما يلي:

$$= 19860 - (12000 - 8000) = 15860 \text{ ج}$$

وبهذه الطريقة تسجل التوزيعات كأستخدام للأموال، ويسجل صافي الربح بعد الضريبة كمصدر للأموال (سواء بصورة منفصلة أو من خلال الأموال المتولدة من العمليات).

اما في حاله ما اذا كانت التوزيعات معلومة من واقع قائمه الدخل او التوزيع، فان التغير في الارباح المحتجزة، سيعادل الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة وبين هذه التوزيعات، ولا نلتفت الى ارصده الارباح المحتجزة في الميزانية بعد ذلك. هذا ويجب ان ننتبه الى ان الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة (صافي الخسارة) وبين التوزيعات، قد يكون سالبا، وهذا يعني



الإدارة المالية

استخدام الأرباح المحتجزة في تغطيه الخسارة التي لحقت بالشركة، مع امكانيه استخدام قدر اخر كتوزيعات على حمله الاسهم.

وبعد الانتهاء من اعداد البيان، يجب اخضاعه للتحليل حتى يتسنى التعرف على القرارات المالية المتصلة بفترة الاعداد، حيث ان قرارات الاستثمار تتلخص في زياده النقدية وزياده الذمم، وزياده المخزون، وزياده الاصول الثابتة. اما قرارات التمويل فتتلخص في زياده الدائنين، وحسابات الدفع، وزياده القروض القصيرة والطويلة ، وزياده اصدار الاسهم، والزياده في الاستهلاك. اما قرار التوزيع يتصل بالتوزيعات لحمله الاسهم العادية التي اسفر عنها التحليل.

مثال توضيحي

فيما يلي الميزانيتان العموميتان لإحدى المنشأة الصناعية وذلك في نهاية عامي ٢٠١٩ و ٢٠٢٠، وقائمه الدخل عن عام ٢٠٢٠.

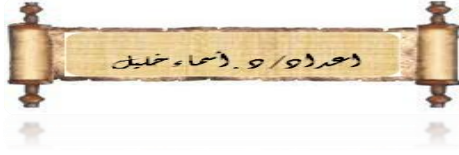
المطلوب: اعداد بيان تدفق للأموال وفقا للطرق الثلاثة المشار اليها.

بيان الخصوم ورأس المال	٢٠١٩	٢٠٢٠	بيان الأصول	٢٠١٩	٢٠٢٠
دائنون	٤٥٠٠	٦٥٠٠	نقدية	٣٥٠٠	٢٠٠٠
أوراق دفع	٥٥٠٠	٤٥٠٠	أوراق مالية	٣٠٠٠	٢٠٠٠
قروض قصيرة الأجل	٥٠٠٠	٩٠٠٠	الذمم	١٠٠٠٠	١٢٠٠٠
			المخزون	١٣٥٠٠	٢٠٠٠٠
مجموع الخصوم المتداولة	١٥٠٠٠	٢٠٠٠٠	مجموع الأصول المتداولة	٣٠٠٠٠	٣٦٠٠٠
أسهم عادية	٢٨٠٠٠	٢٨٠٠٠	الأصول الثابتة	٨٠٠٠٠	٩٦٠٠٠
أرباح محتجزة	٨٠٠٠	١٢٠٠٠	- مجمع الاستهلاك	٢٠٠٠	٢٤٠٠٠
مجموع حقوق الملكية	٣٦٠٠٠	٤٠٠٠٠	صافي الأصول الثابتة	٦٠٠٠٠	٧٢٠٠٠
إجمالي الخصوم ورأس المال	٩٠٠٠٠	١٠٨٠٠٠	إجمالي الأصول	٩٠٠٠٠	١٠٨٠٠٠

ملحوظة: في عام ٢٠٢٠ تم شراء آلات جديدة قيمتها ٢٠٠٠٠ جنية بالتكلفة.

قائمة الدخل عن السنة المنتهية في ٣١ / ١٢ / ٢٠٢٠

بيان	القيمة
المبيعات	٢٥٩٢٠٠
- تكلفة بضاعة مبيعة	٢٠٠٠٠٠
مجمل الربح	٥٩٢٠٠
- المصروفات الإدارية	١٦٣٠٠
- الاستهلاك	٥٠٠٠
ربح التشغيل	٣٧٩٠٠
- الفوائد	٤٨٠٠
صافي الربح قبل الضرائب	٣٣١٠٠
- الضريبة (٤٠%)	١٣٢٤٠
صافي الربح بعد الضرائب	١٩٨٦٠

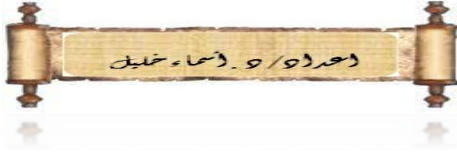


أولاً: إعداد بيان تدفق الأموال عن طريق موازنة المصادر والاستخدامات

البيان وفقاً لهذه الطريقة يتضمن كل المتغيرات في جميع الأصول والخصوم ذات التأثير علي التدفقات المالية، كمصادر للأموال أو استخدامات الأموال، وهذه النوع الشامل هو النوع التقليدي لإعداد الكشوف عن حركة الأموال، حيث يمكن إخضاعه لتحليلات متعددة كما سيتضح من المثال التالي:

كشف التغير

بيان	٢٠١٩	٢٠٢٠	التغير	الاستخدام	المصدر	% الاستخدام	% المصدر
نقدية	٣٥٠٠	٢٠٠٠	(١٥٠٠)		١٥٠٠		٣
أوراق مالية	٣٠٠٠	٢٠٠٠	(١٠٠٠)		١٠٠٠		٢
ذمم	١٠٠٠٠	١٢٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠		٢,٤	
المخزون	١٣٥٠٠	٢٠٠٠٠	٦٥٠٠	٦٥٠٠		١٤,٣	
مج (الأصول المتداولة)	٣٠,٠٠٠	٣٦,٠٠٠					
الأصول الثابتة	٨٠٠٠٠	١٦٠٠٠		٢٠٠٠٠	٣٠٠٠	٤٤,٣	٧
مجمع الاستهلاك	٢٠٠٠٠	٢٤٠٠٠					
صافي الأصول الثابتة	٦٠,٠٠٠	٧٢,٠٠٠					
مج الأصول	٩٠,٠٠٠	١٠٨,٠٠٠					
الدائنون	٤٥٠٠	٦٥٠٠	٢٠٠٠		٢٠٠٠		٤
أوراق الدفع	٥٥٠٠	٤٥٠٠	(١٠٠٠)	١٠٠٠		٢	
القروض قصيرة الأجل	٥٠٠٠	٩٠٠٠	٤٠٠٠		٤٠٠٠		٩
مج (الخصوم المتداولة)	١٥,٠٠٠	٢٠,٠٠٠					
قروض طويلة الأجل	٣٩٠٠٠	٤٨٠٠٠	٩٠٠٠		٩٠٠٠		٢٠
أسهم عادية	٢٨٠٠٠	٢٨٠٠٠	-				
ارباح محتجزة	٨٠٠٠	١٢٠٠٠		١٥٨٦٠	٢٤٨٦٠	٣٥	٥٥
مج (حقوق ملكية)	٣٦,٠٠٠	٤٠,٠٠٠					
إجمالي الخصوم ورأس المال	٩٠,٠٠٠	١٠٨,٠٠٠					
				٤٥٣٦٠	٤٥٣٦٠	%١٠٠	%١٠٠



الإدارة المالية

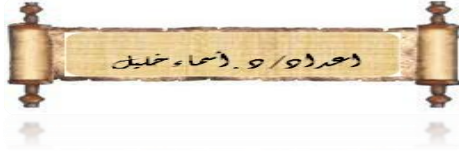
ويلاحظ أننا قمنا بمعالجة الأصول الثابتة وفقاً للطريقة السالفة الذكر، والتي أسفرت عن ٣٠٠٠ نقص في الأصول الثابتة (مصدر للأموال)، و ٢٠٠٠٠٠ زيادة في الأصول الثابتة كمشتريات جديدة (استخدام للأموال)، وكذلك الأمر بالنسبة لمعالجة الأرباح المحتجزة، مع تذكر إضافة الاستهلاك لصافي الربح بعد الضريبة لتحديد الأموال المتولدة من عمليات المنشأة

$$(٢٤٨٦٠ = ٥٠٠٠ + ١٩٨٦٠)$$

ويلاحظ أن مجموع مصادر الأموال يلزم أن يتوازن مع مجموع الاستخدامات، ويسبب هذه المعالجات الخارجية يكون من المناسب إعداد بيان مستقل عن الميزانيتين خاص بتدفق الأموال:

بيان تدفق الأموال عن السنة المنتهية في ٣١ / ١٢ / ٢٠٢٠

البيان بالنسبة المئوية		البيان بالقيم		بيان
مصادر	استخدامات	مصادر	استخدامات	
٣		١٥٠٠		نقدية
٢		١٠٠٠		أوراق مالية
	٤,٤		٢٠٠٠	ذمم
	١٤,٣		٦٥٠٠	المخزون
٧	٤٤,٣	٣٠٠٠	٢٠٠٠٠	الأصول الثابتة
٤		٢٠٠٠		الدائنون
	٢		١٠٠٠	أوراق الدفع
٩		٤٠٠٠		القروض قصيرة الأجل
٢٠		٩٠٠٠		قروض طويلة الأجل
٥٥		٢٤٨٦٠		الأموال المتولدة من العمليات
	٣٥		١٥٨٦٠	التوزيعات
%١٠٠	%١٠٠	٤٥٣٦٠	٤٥٣٦٠	المجموع

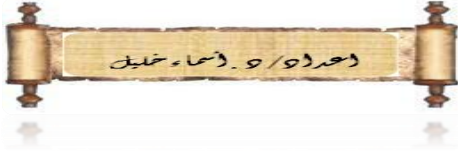


تحليل البيان

علينا الان ان نحلل ما ورد في البيان من معلومات لاستنتاج بعض النتائج والمؤشرات المالية التي تفيد في تقييم القرارات المالية التي اتخذت على مدار عام ٢٠٢٠. ونقوم الان بفحص الاستخدامات ثم ننقل الى المصادر واخيرا نحاول ايجاد بعض العلاقات بين شقين:

تحليل الاستخدامات

اذا قمنا بفحص الاستخدامات سنجد ان ٤٤% من الاموال الإضافية التي دبرت خلال عام ٢٠٢٠، قد تم توجيهها لشراء الاصول الثابتة، وهذا يعني اتجاه المنشأة نحو التوسع. والاستخدام التالي في الأهمية يتمثل في توزيعات الارباح، والتي خصص لها ٣٥% من الاموال الإضافية. وربط النتيجة معا يوحي بتزايد القوة الإرادية للمنشأة، وان كان الامر يحتاج لمزيد من التحليلات للتثبت من صحته. ثم يأتي المخزون السلعي بعد ذلك في الأهمية، حيث ان الزيادة قد استحوذت على ١٤% من حجم الاموال الإضافية لهذا العام. وهذه النتيجة تتفق مع الاتجاه في التوسع.

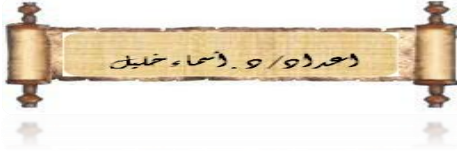


الإدارة المالية

وبعد ذلك يأتي دور الذمم. التي زاد الاستثمار فيها بما يعادل ٤% من حجم الاموال الإضافية، وهذا يفيد التوسع في البيع الائتماني، وان كان ذلك بقدر اقل مما هو متوقع في ظل الاتجاه التوسعي، ويلاحظ ان الاستثمار الاضافي في الاصول المتداولة قد وصل الى ١٨% من الاموال الإضافية التي أتاحت عام ٢٠٢٠، اما الاستخدام الاخير للأموال فقد تمثل في تخفيض حسابات الدفع التي على المنشأة وكان ذلك بقدر محدود الا وهو ٢%.

تحليل المصادر:

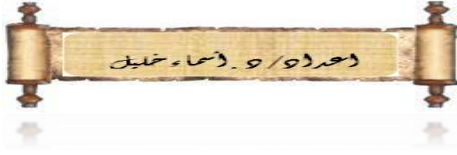
اذا انتقلنا الى جانب المصادر سنلاحظ ان المصدر الاكثر اهمية يتمثل في الاموال المتولدة من عمليات المنشأة حيث تصل الى ٥٥% من حجم الاموال الإضافية في عام ٢٠٢٠، ثم تحتل المديونية الطويلة الاجل الأهمية التالية، حيث ان مقدار الزيادة بها قد شكل ٢٠% من حجم الاموال الإضافية، والمصدر الثالث في الأهمية هو القروض قصيره الاجل والتي ساهمت بنسبه ٩% من الاموال الإضافية للعام المذكور. والمصدر الرابع يأتي من تصفيه بعض الاصول الثابتة حيث ادى ذلك الى تدبير اموال



اضافيه مثلت ب ٧% من حجم الاموال الإضافية. والمصدر الخامس الدائنون حيث ساهموا بزياده قدرها ٤% من اجمالي الاموال الإضافية. وعلى ذلك تصبح مساهمه المديونية بكافه انواعها ٣٣% من حجم الاموال الإضافية. ويأتي في النهاية دور النقدية والاوراق المالية، حيث تم تصفيه بعض الاستثمارات في الاوراق المالية مما ادى الى توفير اموال شركات ٢% من حجم الاموال الإضافية، كما تم استخدام قدم من النقدية بالصندوق لتمويل ٣% من حجم الاستخدامات الإضافية.

استنتاج بعض العلاقات او المؤشرات:

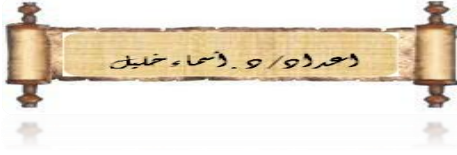
ان الاموال التي يمكن استخدامها في استثمارات طويله الاجل، والتي تشمل الاموال المتولدة من العمليات (بعد استقطاع مقابل التوزيعات)، وزياده في القروض طويله الاجل والمتحصل من بيع الاصول الثابتة، تقدر في مجموعها بنسبه ٤٦% من اجمالي الاموال الإضافية، في ذات الوقت الذي نجد فيه ان الاستثمارات الطويلة الاجل (شراء الاصول الثابتة) قد وصل بالفعل الى ٤٤%، ومعنى ذلك ان ٢% من المصادر طويله الاجل، قد تم توجيهها نحو استخدامات قصيره الاجل. وهذه النتيجة لا تمثل اخلالا



الإدارة المالية

واضحاً بقاعدة التناسب بين طبيعة مصادر التمويل وطبيعة استخدامات الأموال (أي قاعدته التغطية)، أن كان الأمر يحتاج إلى القيام المدير المالي بمزيد من التحليلات والرجوع إلى الكشوفات المالية الأصلية على سبيل التيقن. من ناحيته أخرى نجد أن المديونية عموماً قد مثلت ٣٣% من الأموال الإضافية، بينما الزيادة في حقوق الملكية (أي الأموال المتولدة من العمليات مطروحة منها التوزيعات والاستهلاك) شكلت فقط ٨% من الأموال الإضافية، وهذا مؤشر على تزايد الاعتماد على المديونية في تمويل العمليات المنشأة. الأمر الذي يجب أن يستثير اهتمام المدير المالي، ويدفعه إلى مزيد من البحث والتحليل للتعرف على مدى سلامته سياسه الاقتراض بالمنشأة، وما هي آثار هذا الاستخدام المتزايد للدين على مخاطر السيولة من ناحيته، وعلى قيمه المنشأة من ناحيته أخرى.

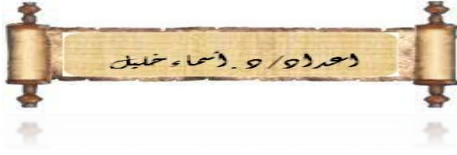
وبشكل عام نجد أن البيان المعد وفقاً للبيانات التاريخية، فضلاً عن توضيحه لمؤشرات العامة المتصلة بالمصادر التي تم الاعتماد عليها في تدبير الأموال، ولا استخدامات التي تم توجيه الأموال إليها، فإنه يلفت النظر للمدير المالي إلى المواطن التي تحتاج إلى مزيد من الاهتمام



الإدارة المالية

والتحليل، وقد يكون من المفيد الاعتماد على سلسلة تاريخيه من هذا البيان للوقوف على ما اذا كان تغير ما يحدث بصفه عرضيه او يمثل اتجاهها عاما.

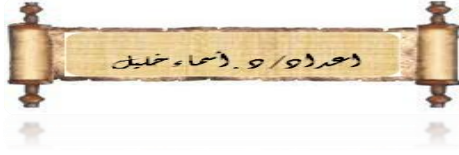
ان بيان تدفق الاموال قد يلفت نظر المدير المالي الى وجود تغير هام في المخزون، ومن ثم يلزم تحليل الموقف للتعرف على ما اذا كان هذا التغير يفيد معنى النمو او الانكماش، ام يعبر عن سوء اداره المخزون. وكذلك الامر بالنسبة للتغير الهام في الذمم، فإن الامر يوجد الدراسة للتعرف على مدى سلامه السياسة الائتمانية في المنشأة، واذا ما كان هناك تراخ في منح الائتمان او تشدده، وما هو تأثير ذلك على مخاطر السيولة، وعلى ربحيه المنشأة. وبالنسبة للتغير في النقدية هل الزيادة تفيد معنى اليسر المالي والى اي مدى؟ وهل النقص يفيد معنى العسر المالي وما مدى خطورته؟ وكذلك بالنسبة للتغير في الاصول الثابتة واذا ما كان يفيد معنى التوسع الانكماش الحقيقي، وهل كان ذلك مصحوبا بزياده فعليته متناسبة في المبيعات.



الإدارة المالية

ان كل هذه التساؤلات تحتاج الى مزيد من التحليل، ولكن الذي يبرز مواطنها هو بيان تدفق الاموال. واذا كان ما سبق يتصل بقرارات الاستثمار، فإن التحليل يجب ان يمتد العناصر التمويل، فإذا أوضح البيان عن تغير واضح في المديونية، فإن الامر يتطلب دراسة ما اذا كان تزايد المديونية يهدد هيكل المخاطر بالشركة، والانخفاض المديونية يضيع على المنشأة فرصه الاستفادة من ايجابيات الرفع المالي في تعظيم مكاسب السهم العادي، كما لاحظنا ان هناك تغيرا هاما في الائتمان التجاري فعلينا تقييم السياسة الائتمانية في الشركة للتعرف على ما اذا كان التزايد الهائل فيها شراء على الحساب يهدد العلاقات مع المورد ام لا.

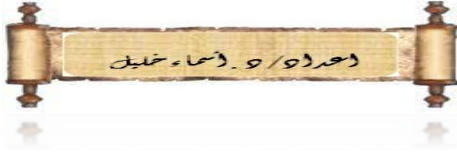
كما ان التعرف على النسبة بين التمويل من المصادر الخارجية من المؤشرات الهامه في التحليل للتعرف على مدى اعتماد المنشأة التي تمر بمرحلة النمو على التمويل الداخلي. وكذلك الامر بالنسبة بين مصادر التمويل القصيرة الاجل والطويلة، وبالربط بين هذه المصادر وبين الاستخدامات الطويلة والقصيرة، فان الموقف قد يظهر دلالات



معينه بخصوص مدى تطبيق قاعده التغطية، ومن ثم تدفع لمزيد من التحليل للتعرف على مدى صحه توجيه الاموال للاستخدامات المناسبة.

واخيرا، بالنسبة لقرار التوزيع، فمن المهم التعرف على نسبه التوزيعات من الارباح في ضوء احتياج الكلي للأموال بالمنشأة. وكذلك التعرف على مدى استقرار هذه التوزيعات من خلال التحليل التاريخي لعدد من السنوات، وبالتالي تقييم سياسات التوزيع واثرها على القيمة السوقية الاسهم الشركة.

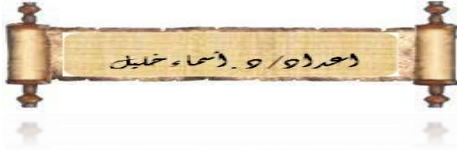
اما اذا تم تحليل بيان تدفق الاموال المعد على اساس تقديري، فان هذا التحليل يكون ذا فائدة كبرى للتعرف على الاحتياجات الكلية للأموال المتوقعة خلال المدي الزمني المعد عنه البيان، وطبيعة هذه الاحتياجات.



وإذا ما كانت استثمارا في الأصول المتداولة أم في الأصول الثابتة، وبالطبع فإن التعرف على هذه الاحتياجات تمكن المدير المالي من اعداد الترتيبات لرفع كفاءه العملية التمويلية، ولذا يعتبر مثل هذا البيان اداه هامه للتخطيط التمويلي المتوسط وطويل الاجل.

اعداد بيان تدفق الاموال لقياس التغيرات في النقدية

اذا كان البيان السابق يعتمد على المفهوم الواسع للأموال، والذي ينسحب على كل الموارد المالية، فان البيان الحالي يعتمد على المفهوم المحدود للأموال، والذي يقتصر على النقدية فقط. والهدف من اعداد هذا البيان التعرف على التغيرات التي تطرا على الرصيد النقدي. من اجراء التدفقات الداخلة والخارجة، واذا كان البيان السابق يتكون من شقي المصادر والاستخدامات، فان هذا البيان يضيف شقا ثالثا خاصا بالتغيرات النقدية. ويبنى البيان على فصل النقدية عن باقي الاصول، فاذا كانت معادله الميزانية هي:



الإدارة المالية

الأصول = الخصوم + رأس المال

«بفصل النقدية تصبح

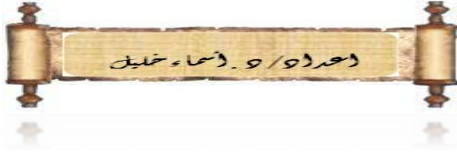
النقدية + الأصول الأخرى = الخصوم + رأس المال

النقدية = الخصوم + رأس المال - الأصول الأخرى

وطالما ان التوازن امر حقيقي في لحظه اعداد الميزانية العمومية، فإن اي تغييرات في النقدية يجب ان يتم تفسيرها بالتغيرات التي تطرا على مختلف عناصر ميزانيه العمومية.

وهكذا فان زياده النقدية ينجم عن الزيادة التي تحدث لأي خصوم، او العنصر رأس المال، اول نقص في اي اصل اخر. والعكس صحيح في طبيعة الحال.

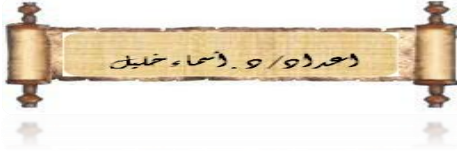
هذا ويمكن اعاده تشكيل بيان تدفق الاموال الشامل والسابق اعداده، ليتفق مع المفهوم الحالي. مع ملاحظه ان اجمالي المصادر لا يتوازن مع اجمالي الاستخدامات، والفرق بينهما يمثل التغير في النقدية. فاذا كان مجموع المصادر اكبر من مجموع الاستخدامات، فالنتيجة زياده النقدية والعكس صحيح. ومن ناحيه ثانيه، روعي في اعداد البيان ان تكون نقطه البدء تتمثل في الاموال المتولدة من العمليات، اعترافا بأهمية هذا المصدر بين مصادر التمويل.



بيان تدفق الأموال، لقياس التغيرات في النقدية عن السنة المنتهية في ٣١

٢٠٢٠ / ١٢ /

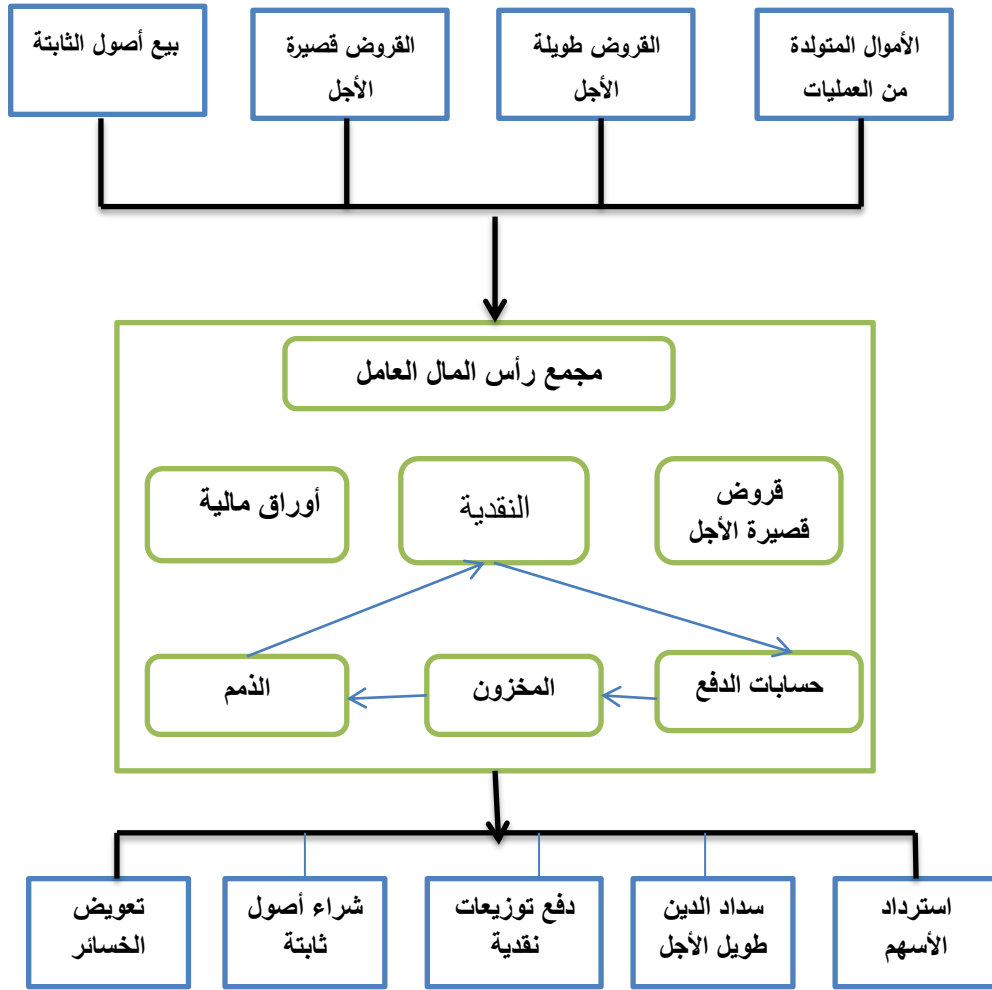
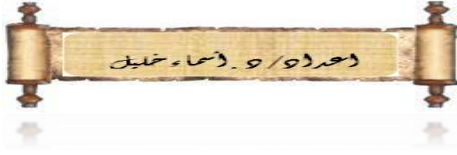
بيان	جزئي	كلي
أولاً: مصادر الأموال		
صافي الربح بعد الضريبة	١٩٨٦٠	
+ الاستهلاك	٥٠٠٠	
الأموال المتولدة من العمليات	٢٤٨٦٠	
النقص في الأوراق المالية	١٠٠٠	
النقص في الأصول الثابتة	٣٠٠٠	
الزيادة في الدائنين	٢٠٠٠	
الزيادة في القروض قصيرة الأجل	٤٠٠٠	
الزيادة في القروض طويلة الأجل	٩٠٠٠	
مجموع مصادر الأموال	٤٣٨٦٠	
ثانياً: استخدامات الأموال		
الزيادة في الذمم	٢٠٠٠	
الزيادة في المخزون	٦٥٠٠	
الزيادة في الأصول الثابتة	٢٠٠٠٠	
النقص في أوراق الدفع	١٠٠٠	
التوزيعات النقدية	١٥٨٦٠	
مجموع استخدامات الأموال	٤٥٣٦٠	
ثالثاً: التغير في النقدية		
زيادة الاستخدامات عن المصادر " نقص في النقدية "		١٥٠٠



ويتضح من البيان وبصوره مباشرة ان هناك نقصا في النقدية، مما قد يعني احتمال معاناه الشركة من العسر المالي، الامر الذي يحتاج الى البحث الاعمق للتثبت منه او نفيه، ويلاحظ ان اعداد هذا البيان لتقدير مصادر الاموال واستخداماتها عن فتره مستقبليه، يمكن من تحديد الرصيد النقدي المتوقع في نهاية الفترة محل التخطيط، وذلك ببساطه عن طريق اضافته التغير في النقدية الذي اظهره البيان، الى رصيد النقدية الوارد الميزانية البدء.

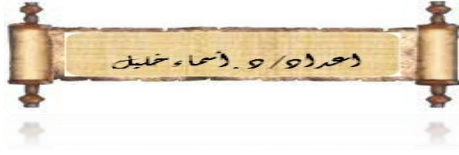
اعداد بيان تدفق الاموال لقياس التغيرات في صافي راس المال العامل

يتبنى هذا البيان تعريف الاموال بانها صافي راس المال العامل، والذي يتمثل في الفرق بين الاصول المتداولة والخصوم المتداولة ومن ثم فهذا البيان يكون مطلوبا لأغراض السيولة. وبدلاً من ان تكون النقدية هي مركز دوره التدفق للأموال، فيجب ان يحل محلها صافي راس المال العامل، حيث نجد ان العمليات التي لا تؤثر على الحسابات المتداولة هي تلك التي نقسمها الى مصادر واستخدامات للأموال. والشكل التالي يوضح مصادر الاموال وعلاقتها بمجمع راس المال العامل.



مصادر واستخدامات الأموال ومجمع رأس المال العامل

وعند اعداد بيان التدفق وفقا لهذه الطريقة، فسنجده كذلك ينقسم الى ثلاثة اقسام: الاول يمثل مصادر الاموال، والثاني يمثل استخداماتها، ما عدم اخذ اي تغييرات تلحق في الاصول المتداولة او الخصوم المتداولة في الحسابان. والجزء الثالث سيظهر التغير في صافي راس المال العامل. ولذا فان هذا البيان لا يهتم



الإدارة المالية

بالتفاصيل والتغيرات الخاصة بالعناصر المتداولة، ويكتفي بنتيجة تفاعلاتها من ناحية والتركيز على التغيرات البعيدة المدى في الميزانية العمومية من ناحية أخرى.

بيان تدفق الأموال، لقياس التغيرات في صافي رأس المال العامل عن السنة المنتهية في ٣١ / ١٢ / ٢٠٢٠

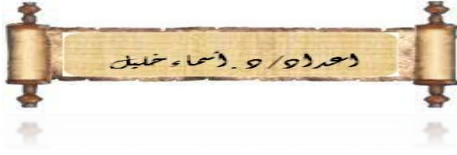
بيـان	جزئي	كلي
أولاً: مصادر الأموال		
صافي الربح بعد الضريبة	١٩٨٦٠	
+ الاستهلاك	٥٠٠٠	
الأموال المتولدة من العمليات	٢٤٨٦٠	
النقص في الأصول الثابتة	٣٠٠٠	
الزيادة في القروض طويلة الأجل	٩٠٠٠	
مجموع مصادر الأموال		٣٦٨٦٠
ثانياً: استخدامات الأموال		
الزيادة في الأصول الثابتة	٢٠٠٠٠	
التوزيعات النقدية	١٥٨٦٠	
مجموع استخدامات الأموال		٣٥٨٦٠
ثالثاً: التغير في رأس المال العامل		
زيادة المصادر عن الاستخدامات " زيادة في صافي رأس المال العامل."		١٠٠٠

ويشير هذا البيان الى تحسن مركز السيولة، حيث هناك زياده في

صافي رأس المال العامل قدرها ١٠٠٠ جنيه في نهاية عام ٢٠٢١ عن

بدايته، ومن الواضح ان هذا البيان اقل تشددا في دلالاته عن السيولة،

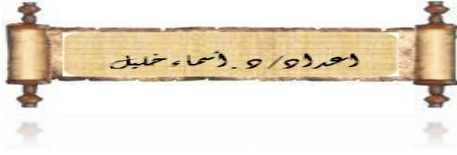
بالمقارنة بالبيان السابق الذي يعد لحساب التغيرات في النقدية فقط. والذي



الإدارة المالية

اظهر نقصا في النقدية قدره ١٥٠٠ جنيه، ولكن هذا العجز النقدي تحول الى زياده في راس مال العامل. عندما تم اخذ تفاعلات باقي العناصر المتداولة في الحسابان. ويلاحظ ان البيان على اساسي صافي راس المال العامل، قد يكون مطلوبا من قبل بعض الاطراف الخارجية التي تقرض الشركة، حيث يتطلب توافر حد ادنى من صافي راس المال العامل كضمان لسيولة المنشأة، كما انه يهتم المدير المالي في المنشأة لخدمه الرقابة الداخلية من ناحيه، او من تحليل اثار خطط التوسع المستقبلية على سيوله المنشأة. واذا كان كلا من البيانين الاخيرين يهتمان بعنصر السيولة، فالحقيقة انهما ليس بالمقياس الدقيق لها، حيث لا يبين من تحليل اي منهما، التفاصيل المطلوبة للتحركات النقدية على مدار الزمن، حتى يتسنى وضع خطه مناسبه لمقادير العجز او الفائض الذي يضمن الاستخدام الامثل للأموال.

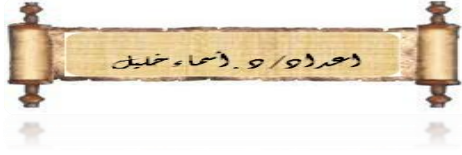
كما ان اعداد البيان على اساس في راس المال العامل، لا يظهر بعض المؤشرات التي يظهرها البيان الذي يوازن بين المصادر والاستخدامات. وذلك كنتيجة مباشره لاستبعاد تغيرات عناصر الاصول



الإدارة المالية

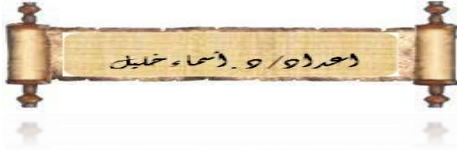
المتداولة والخصومة المتداولة من التقدير، والاكتفاء فقط بالتغير في صافي راس مال العامل.

واخيرا نود لفت الانتباه الى ان بيان تدفق الاموال - بصرف النظر عن طريقه اعداده - لا يمكن سوى التغيرات التي تلحق بأرصدة الاصول والخصوم وراس المال التي تظهر في الميزانيتين المقارنتين، وهي ارصده لحظيه قد لا تظهر اثار بعد العمليات التي قد تبدأ وتنتهي في فتره بينيه بين تاريخي الميزانيتين. ومن ناحيه اخرى يجب التثبت من ان التغيرات التي تلحق ببعض الاصول تعبر عن حركه حقيقيه للأموال. وليست حركه وهميه ناجمه من بعض الممارسات المحاسبية لخدمه اهداف بعينها، وعموما لا يكتفي المدير المالي باداء تحليليه واحده في الحكم على السياسات المالية، ولكن لابد من مزج اكثر من اداء على سبيل التثبت من صحه الحكم والتقدير.



الفصل الرابع
التحليل المالي

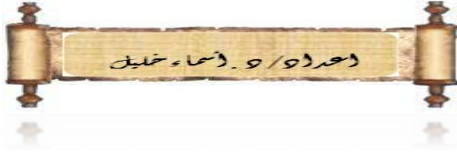




الفصل الرابع: التحليل المالي

مقدمة

الأطراف المهتمة بالتحليل المالي متعددة ومتباينة الأهداف: فهناك أولاً: الاطمئنان على قدرتها بأداء الالتزامات الجارية حينما يستحق الوفاء بها، وهناك ثانياً: دائنو الأجل الطويل، حيث يحرصون على استرداد ديونهم بعد فترة زمنية طويلة، بجانب حصولهم على الفوائد الدورية لديونهم، ولذلك فهم يهتمون بتحليل ربحية المنشأة على المدى الطويل، لأن الاستمرار الناجح للمنشأة مؤشر على إمكانية استردادهم لحقوقهم عندما يستحق الأداء في الأجل الطويل، كما يهتمون بتدفق النقدي بالمنشأة وقدرته على خدمة ديونهم، وبالتالي فإن السيولة تقع في دائرة اهتمامهم، وأخيراً فانهم يهتمون بتحليل هيكل رأس مال المنشأة، والمصادر والاستخدامات الكبرى للأموال بها، من أجل تحليل المخاطر التي يتعرضون لها، وهناك ثالثاً حملة الأسهم والذين يهتمون بالأرباح الحالية والمستقبلية ومدى استقرار هذه الأرباح، وتوزيعات الأرباح، رابعاً هناك إدارة

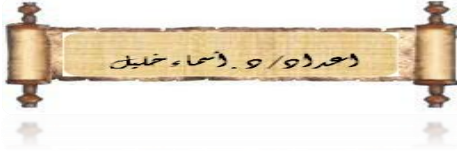


الإدارة المالية

المنشأة، التي تمارس التحليل المالي بكل جوانبه ليتسنى ممارسة التخطيط المالي والرقابة المالية، لدرجة عالية من الكفاءة.

كما تولي الإدارة لاهتمام الاطراف الخارجية، من اجل المفاوضات الفعالة في الحصول على الأموال من هذه الأطراف فضلا عن اهتمامها بالوضع الراهن والمستقبلي للمنشأة، ولذا سينصب الاهتمام على كفاءة ادارة الأصول ورفع كفاءة الأداء المالي عموما.

ويقصد بالنسبة المالية هي العلاقة التي تربط رقمين من واقع الكشف المالية، ولذلك يمكن إعداد عدد غير محدود من هذه النسب، وهنا تبرز كفاءه وخبره المدير المالي في اختيار العدد المعقول من النسب المالية ذات الدلالة الهامة على الهدف المرجو من استخدامها، إن كثرة النسب عن الحد المعقول يحدث قدر كبير من التعقيد والإرباك للمحلل، كما يجب الحذر من البداية على عدم الاعتماد في إصدار الحكم والتقييم على نتيجة مستخلصه من تحليل نسبة واحدة، فيلزم استخدام عدة مؤشرات لتأكيد نفس النتيجة حتى يتم الاطمئنان إليها، ومن ناحية اخرى ومن اجل الحكم على ما اذا كانت النسبة جيدة ام سيئة يلزم إخضاعها لنوعين من التحليل :اولا التحليل

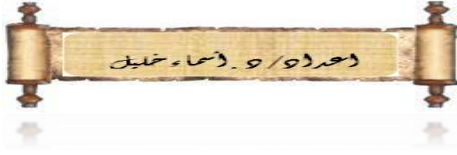


الإدارة المالية

التاريخي، عيد راس التطور النسبة عبر عدة سنوات للتعرف على اتجاهات تحركها، وإذا كانت في صالح المنشأة أم لا، وهناك ثانياً تحليل المقارن، حيث يتم مقارنة النسب المستخرجة بنظائرها بالشركات المناظرة لها التي تنشط في ذات الصناعة، وذلك للتعرف على الأهمية النسبية لهذا الجانب، كما يمكن مقارنة النسب الخاصة بالمنشأة بالمتوسطات السائدة في الصناعة، وليكن واضحاً ان مجرد خروج نسبه الشركة عن المتوسط السائد في الصناعة لا يعني في حد ذاته شيئاً سيئاً او حسناً، إنما كل ما يعنيه أن هذا الاختلاف إن كان ملموساً يستدعي المزيد من التحليل للتعرف على مسبباته.

أولاً: تعريف التحليل المالي

هو معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة بهدف الحصول علي معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرار وتقييم الاداء في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه في المستقبل.



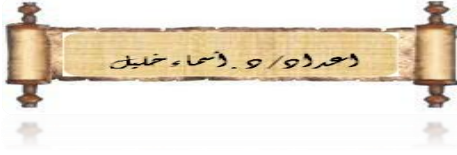
ويتضمن التحليل المالي تفسير القوائم المالية المنشورة وفهما (التي يجري إعدادها وعرضها وفق قواعد محددة تتضمنها المعايير والنظريات المحاسبية)، وبمساعدة بيانات أخرى إضافية في ضوء اعتبارات معينة ولأغراض محددة.

هو عملية تحويل الكم الهائل من البيانات المالية والتاريخية إلى أقل من المعلومات أكثر فائدة لعملية اتخاذ القرار.

أو دراسة القوائم المالية باستخدام أساليب رياضية وإحصائية بغرض إظهار الارتباطات التي تربط عناصرها، والتغيرات التي تطرأ علي هذه العناصر خلال فترة أو عدة فترات زمنية، وأثر هذه التغيرات علي الهيكل المالي للمشروع لمساعدة الأطراف المستفيدة في عدة نواحي.

ثانياً: أهمية التحليل المالي

تتبع أهمية التحليل المالي باعتباره أداة تهتم بدراسة القوائم المالية بشكل تحليلي مفصل يوضح العلاقات بين عناصر هذه القوائم، والتغيرات التي تطرأ علي هذه العناصر في فترة زمنية محددة، أو فترات زمنية

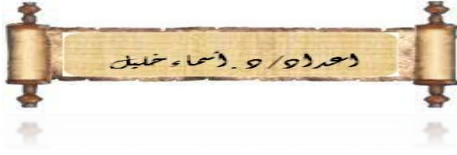


الإدارة المالية

متعددة، إضافة إلى توضيح حجم هذا التغير على الهيكل المالي العام

للمنشأة، ويمكن تفصيل أهمية التحليل المالي في النقاط التالية :

- تحديد القدرة الائتمانية للشركة.
- تحديد الهيكل التمويلي الأمثل والتخطيط المالي للشركة.
- تحديد حجم المبيعات المناسب من خلال تحليل التعادل والتحليل التشغيلي.
- تحديد قيمة الشركة الصافية ومؤشر للمركز المالي الحقيقي للشركة.
- تحديد هيكل التكاليف في الشركة.
- تقييم أداء الإدارة العليا.
- المساعدة في وضع السياسات والبرامج المستقبلية للشركة وتوفير أرضية مناسبة لاتخاذ القرارات.
- تحديد القيمة العادلة لاسهم الشركة.
- المنهجية العلمية للتحليل المالي.



يتطلب التحليل المالي منهجية علمية، ويستند الي مجموعة من المقومات

والمبادئ التي يعتمد عليها لتحقيق أهدافه علي النحو التالي :-

١. التحديد الواضح لأهداف التحليل المالي: وتفاوت الاهداف من فئة

الي أخري وبصفة عامة يمكن تحديد الهدف علي ضوء الموضوع أو

المشكلة الموجودة لدي المنشأة .

٢. تحديد الفترة المالية التي يشملها التحليل المالي: وتوفير بيانات مالية

يمكن الاعتماد عليها لسنوات متتالية، حيث ان القوائم المالية لسنة

واحدة قد لا تكون كافية للحصول منها علي المعلومات التي يستطيع

المحلل من خلالها الحكم علي قدراتها وامكانيات العميل.

٣. تحديد المعلومات التي يحتاج اليها المحلل للوصول الي اهدافه:

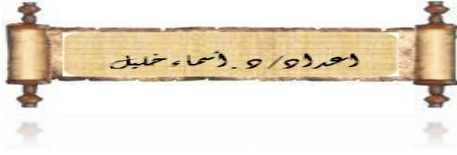
ويمكن للمحلل الحصول عليها من القوائم المالية للشركة المنشورة

وغير المنشورة، وتقرير مراقب الحسابات وتقارير مجلس الادارة،

والمعلومات من الصحف الاقتصادية أو المكاتب الاستشارية. وربما

يحتاج المحلل المالي في هذه المرحلة إعادة تبويب القوائم المالية بما

يتناسب مع خطة التحليل المستهدفة .



٤. اختيار أسلوب وإدارة التحليل المناسبة للمشكلة موضوع الدراسة:

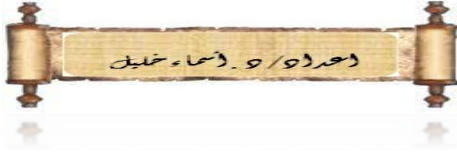
بحيث يبدأ المحلل المالي فوراً بعد حصوله علي المعلومات المناسبة والكافية لعملية التحليل في تحديد اداة التحليل المالي لاستخراج المعلومات، سواء كانت تحليل مؤشرات او تحليل باستخدام النسب او تحليل مقارنة.

٥. اختيار المعيار المناسب من معايير التحليل المالي لاستخدامه في

قياس النتائج: سواء كان معيار مطلق متعارف عليه في مجال التحليل المالي فمثلا قياس السيولة يكون بمتوسط لنسبة التداول بقيمة ١،٢ أو معيار نشاط خاص ودراسة مؤشراتته مقارنتها بنتائج التحليل، أو معيار اتجاهي بمقارنه حركه أداة التحليل خلال الفترة الزمنية، أو معيار مستهدف من خلال تحديد نسب معينه للوصول اليها.

٦. تحديد درجة الانحراف عن المعيار المستخدم في القياس: بمعنى

تحديد الفروقات التي تظهر بين النتائج الفعلية والمعيار الذي اختاره



الإدارة المالية

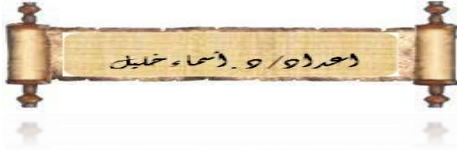
المحلل، وهو ما يمثل استعمال المعلومات التي توفرت لدى المحلل لاتخاذ القرارات المناسبة نحو قيمة الانحراف ومعناه ودرجة خطورتها

٧. دراسة وتحليل اسباب الانحراف: وهي المرحلة التي أرى انها اهم مراحل التحليل وتطلب الفهم العميق لنتائج التحليل المالي بتمعن ودون اي تحيز وبمراعاة كاملة لعلاقات الارقام ومعانيها.

٨. وضع التوصيات اللازمة في التقرير الذي يعد من قبل المحلل في نهاية عملية التحليل المالي: وهي المرحلة الختامية المكتملة للتحليل المالي من خلال صياغة تقرير بتحليل النتائج ووضع التوصيات استنادا اليها والي خبرة المحلل المالي في قطاع نشاط الشركة.

ثالثاً: أدوات التحليل المالي

أهم أدوات التحليل المالي والتي يستخدمها المحللون الماليون لدراسة المعلومات المالية المتوفرة لديهم يمكن حصرها في نوعين: تحليل الاتجاهات: (راسياً، افقياً)، وتحليل النسب: (سيولة، نشاط، ربحية، رفع مالي، سوق).



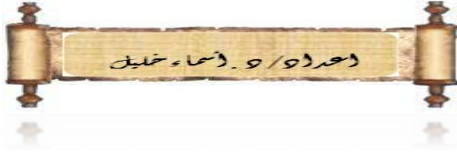
١. تحليل الاتجاهات

وفيه يتم تحليل حركة الحساب او النسب المالية وفقا لاتجاه معين إما خلال الفترة ذاتها وبمقارنة الحساب بمجموعته فيكون (تحليل رأسي)، أو علي مستوي عدة فترات محاسبيه ومقارنة قيمة الحساب في الفترة المنشودة بالفترات الأخرى ويسمي (تحليل أفقي).

أ. التحليل الرأسي

يتم فيه تحليل كل قائمة مالية بشكل مستقل عن غيرها، بحيث ينسب كل عنصر من عناصرها الي المجموع الاجمالي لهذه العناصر، او المجموعة الفرعية التابع لها العنصر، وبذلك يتم دراسة العلاقات بين عناصر القائمة المالية علي أساس كلي وفي تاريخ معين لتحليل وتشخيص نوعية النشاط الذي حقق المساهمة الاوضح في النشاط الاجمالي من جانب، واكتشاف سلوكه وتقييمه من جانب اخر.

تكمن اهمية هذا التحليل في تحويل العلاقات الي علاقات نسبية، يمكن من ايجاد الاهمية النسبية لكل بند بالنسبة للمجموعة الفرعية التي ينتمي اليها.



ويعاب علي هذا الاسلوب كونه تحليل ساكن يتسم بالجمود وعدم

التعبير عن الصورة الكاملة لأداء الشركة فهو يعتمد فقط علي فترة زمنية

واحدة ولا يوضح بصورة جيدة العلاقات بين الحسابات المختلفة.

ب. التحليل الأفقي

تحليل اتجاهي يعمل علي تلافي الجمود الزمني التي يتسم بها التحليل

الرأسي، وذلك عن طريق دراسة حركة البند أو النسبة المالية على مدار

عدة فترات مالية للتعريف على مقدار واتجاه التغير الحادث في حركة البند

أو النسبة المالية، مما يوفر له سمة الديناميكية والتعبير عن صورة اكثر

دقة عن واقع المنشأة وعن اتجاهات المستقبلية. ويطلق عليه في بعض

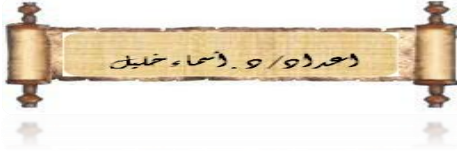
الاحيان التحليل المتحرك لأنه يركز على معرفة اتجاه تطور فقرات القوائم

المالية.

ولكن ايضاً يوجه لهذا التحليل انتقاضات في قصوره عن التعبير

الدقيق عن بعض فقرات القوائم المالية ك رأس المال العامل الذي يتسم

باضطراد التغير خلال الفترة.



٢. التحليل المالي باستخدام النسب

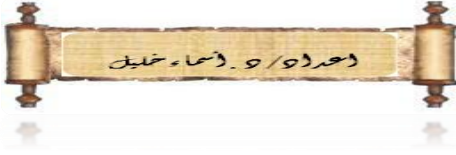
يعتبر التحليل المالي بالنسب مرادفاً إلى حد ما لأسلوب التحليل الرأسي، إذ تتم فيه مقارنة الأرقام في القوائم للفترة المالية نفسها. بحيث فيه تتم مقارنة حسابات أو بنود القوائم المالية التي تربطها سببية ببعضها، وتكون حصيلة هذه المقارنة نسبة مالية.

وبموجب علاقات السببية هذه يمكن اشتقاق عدد كبير من النسب المالية، تمكن المحللين الماليين من استخدامها كمؤشرات في تقييم أداء الشركات وأوجه نشاطها المختلفة.

وفي الغالب العام يمكن حصر نسب التحليل المالي في المجموعات

الخمسة التالية:

١. نسب السيولة: وهي مدي قدرة المنشأة علي الوفاء بالتزاماتها الجارية.
٢. نسب قياس كفاءة النشاط: تقيس مدي كفاءة الإدارة في تشغيل الأصول التي تحت يديها.
٣. نسب الربحية: مدي قدرة المنشأة علي توليد الأرباح، وبيان قوتها الإردابية.



٤. نسب المديونية "الرفع المالي": تقيس مدى استخدام المديونية في هيكل

رأس مال المنشأة، ومدى تغطية الأرباح لهذه المديونية.

١. نسب السيولة

يمكن تعريف السيولة المالية بشكل عام في كونها: القدرة على تحويل

الاصول المتداولة الى سيولة نقدية بغرض الوفاء بالالتزامات المستحقة.

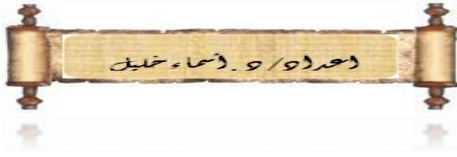
وعليه فإن نسب السيولة هي مجموعة النسبة التي تقيس قدرة المنشأة على

الوفاء بالالتزامات قصيرة الاجل من خلال توفير السيولة المناسبة.

تستخدم نسب السيولة كأدوات لتقييم المركز الائتماني للمنشأة والذي

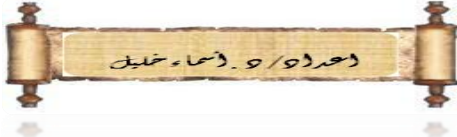
يعبر عادة عن مدى قدرتها في الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وتشمل هذه

النسب ما يلي:



جدول رقم (٣) مجموعة نسب السيولة

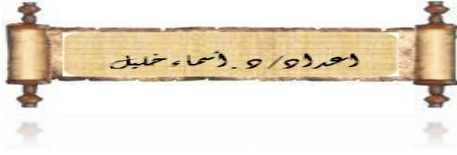
المعيار النمطي	ملاحظات	طريقة الحساب	مسمي النسبة
١ : ٢	تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الاجل من اصولها المتداولة، وتعتبر الزيادة في هذه النسبة مؤشر ايجابي على قدرة السداد في الاجل القصير.	الاصول المتداولة / الخصوم المتداولة	نسب التداول
١ : ١	تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الاجل من اصولها المتداولة التي تمتاز بسرعة تحولها الى النقدية(الاسرع سيولة)، بحيث تستبعد المخزون لبطيء تحوله الى نقدية، وكذلك تستبعد المصروفات المدفوعة مقدما.	الأصول المتداولة - المخزون / الخصوم المتداولة	نسبة التداول السريعة
١ : ١	تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الاجل من اصولها النقدية فقط، وذلك باستبعاد حسابات	النقدية + شبه النقدية / الخصوم المتداولة	نسبة النقدية



المعيار النمطي	ملاحظات	طريقة الحساب	مسمي النسبة
	المدينون واوراق القبض والمخزون السلعي والمصروفات المدفوعة مقدما.		

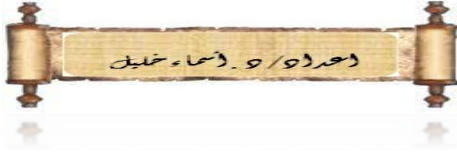
تجدر الإشارة هنا إلى أنه من الصعب وجود نسبة معيارية متفق عليها كمقياس للسيولة وإن كان بالإمكان وجود معيار متفق عليه لصناعة معينة، لكن يمكن القول بأن معايير السيولة تكون عادة متشددة بالنسبة للمؤسسات المالية. ويلاحظ ما يلي:

- بالنسبة لنسبه التداول يميل البعض الى الاعتقاد بأنه كلما زادت هذه النسبة كلما كان مركز المشروع سليما، وعلى الرغم من أن هذا قد يكون صحيحا من وجهة نظر بعد الدائنين، إلا أنه ليس كذلك من وجهة نظر الإدارة، نظرا لأن زيادة الأموال المتداولة عن الخصوم المتداولة زيادة كبيرة قد يكون نتيجة لوجود نقدية عاطله كان ان يمكن ان تدر عائد لو تم استغلالها في بنود أخرى.



ولذلك يرى البعض أن ١:١ يعتبر معدلا معقولا للتداول، ويرجع ذلك إلى أنه عندما تكون قيمة الأصول المتداولة مساوية لقيمة الخصوم المتداولة، فإن الأصول المتداولة تكون إذن كاف لسداد الالتزامات المتداولة كما تظهرها قائمة المركز المالي، وقد يؤدي الى بعض الصعوبات خاصة فيما يتعلق بقيمة البضاعة في حالة التصفية، للاحتياط لمثل هذا الموقف يرى البعض أن الاحتفاظ بنسبة سيولة ٢:١ بمعنى ان الأصول المتداولة ضعف الخصوم المتداولة، فإن الفرصة تكون اكبر لسداد الديون بالكامل حتى ولو انخفضت قيمة الأصول المتداولة إلى النصف وقت السداد.

- في ما يتعلق بنسبة التداول السريعة: وهو مؤشر على مدى تغطية الأصول المتداولة سريعة التحول الى نقدية للالتزامات الجارية، ويرى البعض أن أقل نسبة نمطية للحكم على المركز الجاري للمشروع هي نسبه ١:١ لان ذلك يعني أن المشروع قادر على سداد الالتزامات قصيرة الأجل حتى بدون الحاجة الى اللجوء للبضائع وتصفية جزء منها.

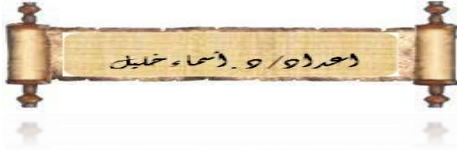


- فيما يتعلق بنسبة النقدية: تعتبر هذه النسبة مقياس السيولة أكثر تحفظا من نسب السيولة السابقة، والتي تبين أن المدير المالي يجب علي ان يحصل على جزء من الزمم أو بيع المخزون السلعي، حتى يتمكن من سداد كل التزاماته الجارية، لذلك تعتبر نسبة النقدية أكثر ضمانا من وجهة نظر المقرضين والمعيار النمطي هذه المعادلة هو ١:١.

٢. نسب النشاط

مجموعة نسب تقيس مدى نجاح الشركة في إدارة أصولها والتزاماتها، وبتعبير آخر تقوم هذه النسب بقياس قدرة الشركة على تحويل حسابات الميزانية العمومية إلى مبالغ نقدية أو مبيعات، وتستخدم نسب هذه المجموعة في الغالب لتقييم أداء الشركات المعلق بالمركز المالي قصير الاجل.

تستخدم هذه النسب لتقييم مدى نجاح إدارة المنشأة في إدارة الأصول والخصوم أي أنها تقيس مدى كفاءتها في استخدام الموارد المتاحة للمنشأة في اقتناء الأصول ومن ثم مدى قدرتها في الاستخدام الأمثل لهذه الأصول، ويمكن تقسيم هذه النسب أو المعدلات كما يلي:



أ. معدل دوران الذمم

معدل دوران الذمم = صافي المبيعات / إجمالي الذمم (

مدينون + أوراق القبض^١)

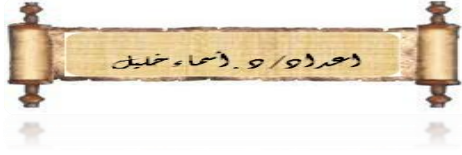
ويقيس هذا المعدل كفاءة إدارة الائتمان ومدى فاعلية سياسات الائتمان والتحويل، وكلما زاد معدل دوران الذمم المدينة أو متوسط فترة التحويل كلما كان ذلك مؤشراً جيداً (زيادة نشاط المشروع) والعكس بالعكس.

متوسط فترة التحويل = إجمالي الذمم × ٣٦٠ / صافي مبيعات أجلة

أو = ٣٦٠ / معدل دوران الذمم

وهذه النسبة تعتبر مؤشراً لكفاءة جهاز البيع والتحويل في اختيار العملاء وسرعه تحويل الديون، حيث تبين متوسط عدد الايام التي تظل المبيعات فيها مقيدة في شكل مدينين (عملاء)، اي تبين عدد الايام التي تنقضي بين بيع البضاعة وتحويل قيمتها، هو كلما انخفضت هذه النسبة كلما كان افضل حيث يعني ذلك ان المشروع يحصل ديونه في فترة اقل.

^١ أوراق القبض قبل طرح مخصصات الديون المشكوك فيها.



الإدارة المالية

ب. معدل دوران المخزون

معدل دوران المخزون = تكلفة البضاعة المباعة / متوسط المخزون

ويقيس هذا المعدل مدى كفاءة وفاعلية إدارة المخزون، وكلما زاد معدل

دوران المخزون او انخفض متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، كلما كان

مؤشرا جيدا والعكس بالعكس وذلك مع مراعاة أن ارتفاعه اكثر مما يجب

يزيد من مخاطر إدارة المخزون .

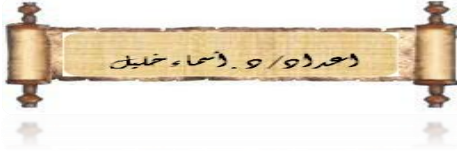
متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون = ٣٦٥ / معدل دوران المخزون

وهذا المعدل يبين عدد الايام في المتوسط التي يظل فيها الصنف في

المخزون، وهو عبارة عن عدد الأيام التي تتقضي بين شراء المواد الخام

وبيع المنتج النهائي، وبطبيعة الحال كلما انخفض هذا المتوسط كلما دل

علي زيادة نشاط المشروع.



ج. معدل دوران الذمم الدائنة

معدل دوران الذمم الدائنة (أ. الدفع) = المشتريات / الدائنون + أوراق

الدفع

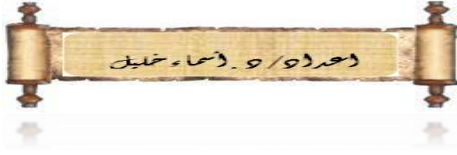
متوسط فترة الائتمان (مهلة السداد) = ٣٦٠ / معدل دوران الذمم

الدائنة

ويقيس هذا المعدل مدى نجاح تحقيق الملاءمة بين سياستي البيع والشراء، لذا كلما انخفض معدل دوران الذمم الدائنة، وزاد عن متوسط فترة الائتمان كلما كان ذلك مؤشرا على تخفيض الضغوطات التي ستوجهها المنشأة من زاوية السيولة، ذلك سيزيد من طول الفترة الزمنية التي يمنحها الموردون لتسديد فواتير المشتريات وهذا ما يخفض من ضغوطات السيولة

د. معدل دوران الأصول الثابتة

تقيس كفاءة الإدارة في استغلال موجوداتها الثابتة بفاعلية تحقق العائد الأقصى لها وكلما ارتفعت هذه المعدلات كان ذلك دليل جودة والعكس بالعكس.



معدل دوران الأصول الثابتة = صافي المبيعات / الأصول

الثابتة

هـ. معدل دوران إجمالي الأصول

وهو مؤشر شامل يدل على مدى الكفاءة في استعداد أصول المشروع،

ويبين عدد المرات التي تتحول فيها أصول المشروع الى مبيعات.

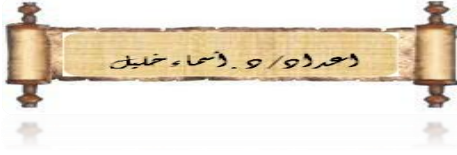
معدل دوران إجمالي الأصول = المبيعات / إجمالي الأصول

ويلاحظه انه لا يوجد معدل نمطي لهذا المقياس، لذا لا بد من مقارنته

بالمعدل السائد في الصناعة، فإذا تبين ان هذا المعدل أعلى فان ذلك يشير

الى استغلال الاصول، اما في حاله انخفاض المعدل فان ذلك يعتبر دليلا

على عدم استغلال الأصول.



٣. نسب الربحية

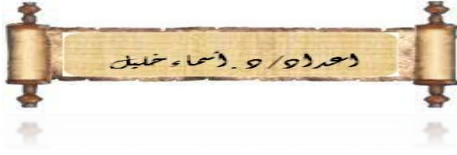
بما أن الربحية، وتعظيم ثروة المساهمين بالشركات هو الهدف الأساسي للمعنيين بذلك، لذلك نجد اهتمام التحليل المالي بدراسة هذه الجزئية بشكل مفصل، للوقوف على نتيجة أعمال المشروع وكفاءة السياسات والقرارات الاستثمارية المتخذة من الإدارة العليا.

وتهتم نسب الربحية بقياس قدرة الشركة على توليد الأرباح من انشطتها التشغيلية، وهي كالتالي:

أ. نسبة مجمل الربح

$$\text{نسبة مجمل الربح} = \text{مجمل الربح} / \text{صافي المبيعات}$$

وهي تقيس مدى تغطية الربح الإجمالي للمصروفات، وتحقيق أرباح للمشروع. ويلاحظ ان ارتفاع هذه النسبة يشير الى ارفع كفاءه الإدارة في التعامل مع العناصر التي تكون تكلفه المبيعات، وتحقيق مركز تنافسي جيد من المشروع، وبشكل عام لا يوجد معيار نمطي يمكن استخدام الحكم على مدى هذه النسبة، ومن ثم لا بد من اجراء المقارنات مع نسب المشروع في



الإدارة المالية

السنة الماضية او مع نسب المشروعات الاخرى التي تعمل في نفس الصناعة.

ب. نسبة صافي الربح

نسبة صافي الربح = صافي الربح بعد الضريبة / صافي المبيعات

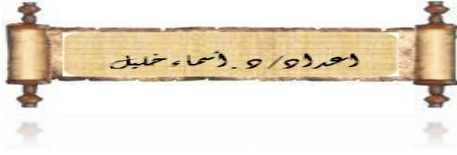
تحكم المنشأة في المصروفات بخلاف التكاليف، وتقيس هذه النسبة الارباح لإصحاب المشروع بعد سداد كافة التكاليف، اي انها تعبر عن صافي ارباح المبيعات.

وتقارن هذه النسبة عادة مع نسب السنوات الماضية او مع نسب الصناعة التي تنتمي اليها، ويلاحظ انخفاض الشديد في هذه النسبة في الوقت الذي ترتفع فيه نسبه مجمل الربح، فان ذلك يعتبر مؤشراً على زياده المصروفات الإدارية والعمومية والضرائب والفوائد، ويجب التحليل نوعيه هذه المصروفات للتعرف على اسباب زيادتها.

ج. معدل العائد على الاصول

معدل العائد على الاصول (عائد الاستثمار) = صافي الربح بعد

الضريبة / مجموع الاصول



قياس مدى مساهمة الاصول في الربحية، إي القوة الإيرادية للمشروع (ربحيته)، ومدى كفاءة الإدارة في تحقيق ربح نتيجة أصولها.

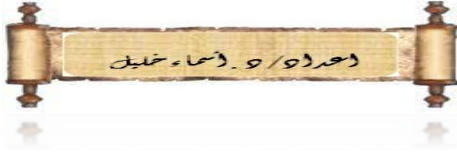
د. معدل العائد على حقوق الملكية

معدل العائد على حقوق الملكية = صافي الربح بعد الضريبة / حق

الملكية

ويشير هذا المعدل علي العائد الذي يحققه المشروع علي رأس مال المملوك. ويعكس هذا المعدل نتائج تنظيم الإدارة لمصادر الاموال، ومدى المكاسب التي تحققت لإصحاب المشروع عن هذا الطريق، اي نتيجة المتاجرة بحقوق اصحاب المشروع.

ويلاحظ ان اي من النسب السابقة التي تقيس الربحية تدل على كفاءة الإدارة في تحقيق ارباح من استخدامها للأصول المتداولة او الثابتة، او متاجرة بالملكية وبالتالي كلما زادت هذه النسب كلما دل ذلك على زياده كفاءه الإدارة.



٤. نسب الرفع المالي "المديونية"

الرافعة المالية هي مدى اعتماد الشركة في تمويل استثماراتها على الديون، من خلال الاقتراض أو استخدام أي أداة مالية (كالخيارات المالية أو العقود المستقبلية) ينتج عنها تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وبالتالي فهذه المجموعة تقيس مدى مساهمة كل من الملاك والدائنين في تمويل المشروع، ومقدار الأخطار التي يتحملها كل منهما. وهي كالتالي:

أ. نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

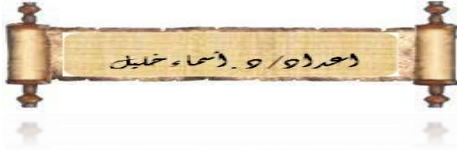
وتبين هذه النسبة الأصل التي تم تمويلها من أموال الدائنين، ويتم حسابها باستخدام.

نسبة المديونية = إجمالي الديون (قصيرة + طويلة الأجل) / إجمالي

الأصول

ويلاحظ أن انخفاض هذه النسبة يعني انخفاض درجة اعتماد المشروع

علي الديون في تمويل أصوله، وزيادة الاعتماد علي أصحاب المشروع.



ب. نسبة القروض طويلة الأجل إلى حقوق الملكية

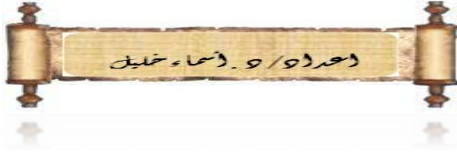
وتبين هذه النسبة العلاقة بين التمويل الذي تم بقروض طويلة الأجل إلى التمويل المقدم من أصحاب المشروع، كما تشير إلى مدى إمكان المشروع استخدام أموال الديون في تعظيم أو زيادة عائد حقوق المساهمة، ويتم حسابها باستخدام.

نسبة القروض إلى حقوق الملكية = القروض طويلة الأجل / حقوق الملكية

ويلاحظ أن انخفاض هذه النسبة يدل على قلة الاعتماد على القروض، بينما يدل ارتفاعها على زيادة الاعتماد على القروض، وبالتالي إلى زيادة الفوائد التي تقتطع قدر من الأرباح وهو أمر غير مرغوب من قبل المساهمين.

ج. عدد مرات تغطية الفوائد

ويعتبر هذا مؤشراً على قدرة المشروع على مواجهة فوائد القروض المستحقة، حيث يوضح عدد المرات التي تستطيع ان تغطي فيها الفوائد من الأرباح، ويتم حسابها باستخدام المعادلة:



الإدارة المالية

معدل التغطية = صافي الربح قبل الفوائد والضرائب / الفوائد

ويلاحظ أنه كلما زاد هذا المعدل كلما دل ذلك على زيادة مقدرة المشروع على خدمة ديونه.

د. نسبة الخصوم المتداولة إلى حق الملكية

وتبين هذه النسبة العلاقة بين التمويل الذي تم بقروض طويلة

الأجل والتمويل المقدم من أصحاب المشروع، ويتم حسابها باستخدام:

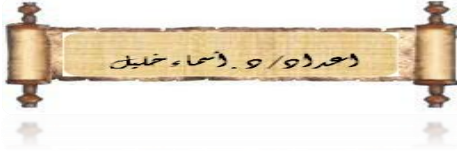
نسبة الخصوم المتداولة إلى حق الملكية = الخصوم المتداولة / حق الملكية

ويلاحظ أنه كلما زادت هذه النسبة كلما دل على أن الملاك لم يضعوا

أموالاً كافية في المشروع، وبالتالي فإن المصادر طويلة الأجل لم تكن

مستعدة لمواجهة الخطر، مما اجبر المشروع على استخدام التمويل قصير

الأجل إلى مدى كبير.

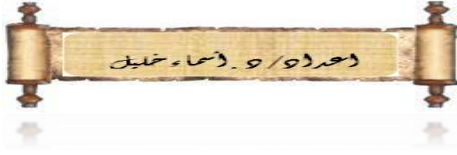


هـ.نسبة الأصول الثابتة إلى حق الملكية

وتبين هذه النسبة إلى أي مدى تستثمر أموال الملاك في تمويل الأصول، ويساعد هذا المقياس الإدارة على تحديد نوع التمويل المطلوب في المستقبل، ويتم حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية

$$\text{نسبة الأصول الثابتة إلى حق الملكية} = \frac{\text{الأصول الثابتة الصافية}}{\text{حق الملكية}}$$

ونلاحظ أنه كلما زادت هذه النسبة كلما دل على ارتفاع مساهمة الملاك في تمويل أصول المشروع، وبالتالي إمكانية الاعتماد على القروض الخارجية في تمويل الاستثمارات الجديدة.



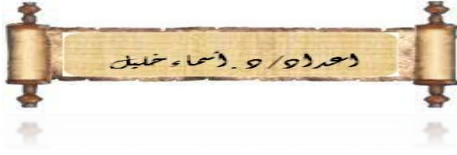
(التحليل المالي)

فيما يلي الميزانية العمومية للشركة العربية للاتصالات، وكذلك قائمة

الدخل لعام ٢٠٢٠، ٢٠٢١.

أولاً: الميزانية العمومية

الخصوم وحق الملكية	ديسمبر ٢٠٢١	ديسمبر ٢٠٢٠	الأصول	ديسمبر ٢٠٢١	ديسمبر ٢٠٢٠
<u>خصوم متداولة</u>			<u>أصول متداولة</u>		
دائتتون	٦٥٠٠	٤٥٠٠	نقدية	٢٠٠٠	٣٥٠٠
أ. د	٤٥٠٠	٥٥٠٠	أ. م	٢٠٠٠	٣٠٠٠
قروض قصيرة	٩٠٠٠	٥٠٠٠	ذمم	١٢٠٠٠	١٠٠٠٠
الأجل			مخزون	٢٠٠٠٠	١٣٥٠٠
مج.خ.م	٢٠٠٠٠	١٥٠٠٠	مج.أ.م	٣٦٠٠٠	٣٠٠٠٠
قروض طويلة	٤٨٠٠٠	٣٩٠٠٠			
الأجل 10%					



الإدارة المالية

بيان	٢٠٢١	٢٠٢٠
الربح قبل الضرائب	٣٣١٠٠	٣٥٩٧٥
- الضرائب	١٣٢٤٠	١٤٣٩٠
صافي الربح بعد الضرائب	١٩٨٦٠	٣١٥٨٥

المطلوب:

إظهار نقاط القوة والضعف في السياسات المالية التي أتبعها المدير المالي

خلال عام ٢٠٢١، باستخدام النسب المالية التي تراها ملائمة.

الفصل الخامس التنبؤ المالي

مقدمة:

يتيح التنبؤ المالي الفرصة للتعرف على الاحتياجات المالية المستقبلية والاستعداد لها مسبقاً، كما يتيح الفرصة للتعرف على ما سيكون عليه المركز وربحية المنشأة في المستقبل، واتخاذ الإجراءات التصحيحية إذا لزم الأمر. فمثلاً إذا كشفت عملية التنبؤ عن حاجة المنشأة إلى أموال إضافية بعد ٦ شهور، فقد يكون أمام المدير المالي عدد من مصادر التمويل البديلة للاختيار من بينها، أما إذا انتظر حتى آخر لحظة فسينكمش عدد البدائل، كما أن عنصر الوقت لن يكون في صالحه وعليه أن يقبل ما يعرض عليه من شروط. كذلك إذا كشفت عملية التنبؤ عن انخفاض محتمل في نسب السيولة أو نسب الربحية فسوف يكون هناك متسع من الوقت لإدخال تعديلات على السياسات المالية القائمة لتدارك الموقف.

وهناك العديد من أساليب التنبؤ المالي غير أننا سنقتصر في هذا الفصل على بعض منها وهي: أسلوب النسبة المئوية للمبيعات، وتحليل الانحدار، والميزانية التقديرية النقدية، والقوائم المالية المتوقعة، وتحليل التعادل^(١).

وتستخدم هذه الأساليب في التنبؤ بالاحتياجات المالية، وذلك باستثناء قائمة الدخل المتوقعة وتحليل التعادل حيث يعينان بالتنبؤ بالأرباح. وهذا سوف نتناول كل أسلوب في قسم مستقل.

أولاً: أسلوب النسبة المئوية للمبيعات

يعتبر أسلوب النسبة المئوية للمبيعات من بين أساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية المستقبلية. ويقوم هذا الأسلوب على افتراض وجود علاقة مباشرة وثابتة بين المبيعات وبين بنود الميزانية. ومن ثم يمكن التنبؤ بما ستكون عليه تلك البنود إذا ما توافرت بيانات عن المبيعات المتوقعة وتقضي عملية التنبؤ بالاحتياجات المالية باستخدام هذا الأسلوب اتباع الخطوات الآتية:

(١) د. احمد على احمد حسين ، الادارة المالية التمويل والاستثمار، (سوهاج: بدون ناشر ، ٢٠٠٩) ص ١١٥-١٦٨.

- **الخطوة الأولى:** تصنيف بنود ميزانية الفترة الماضية إلى مجموعتين: تضم المجموعة الأولى البنود التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات، بينما تضم المجموعة الثانية البنود التي ليس لها علاقة مباشرة مع المبيعات.
- **الخطوة الثانية:** بالنسبة للبنود التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات يتم إيجاد النسبة المئوية لقيمة كل بند منها طبقاً لميزانية الفترة الماضية إلى رقم المبيعات عن نفس الفترة.
- **الخطوة الثالثة:** التنبؤ بما سيكون عليه كل بند من بنود الميزانية العمومية عن الفترة المقبلة (الميزانية العمومية المتوقعة) وذلك على النحو التالي:
- ١- بالنسبة لبنود الميزانية التي يفترض وجود علاقة مباشرة بينها وبين المبيعات، يتم تقديرها بضرب النسبة المئوية لكل بند منها -والتي توصلنا إليها في الخطوة الثانية - في قيمة المبيعات المتوقعة في الفترة المقبلة.
- ٢- بالنسبة للبنود التي لا يفترض وجود علاقة مباشرة بينها وبين المبيعات فتظهر في ميزانية الفترة المقبلة بنفس القيمة التي كانت عليها في ميزانية الفترة الماضية طالما لا تتوافر معلومات إضافية بشأنها.
- **الخطوة الرابعة:** إيجاد مجموع الأصول ومجموع الخصوم في الميزانية العمومية المتوقعة. فإذا اتضح أن جانب الأصول يفوق جانب الخصوم - وهو ما يتوقع أن يكون عليه الحال إذا ما كانت المبيعات المتوقعة تزيد من مبيعات العام الماضي - فسوف يمثل الفرق الاحتياجات المالية المطلوبة. أما إذا زاد جانب الخصوم على جانب الأصول، وهو ما يتوقع أن يكون عليه الحال إذا ما كانت المبيعات المتوقعة أقل من مبيعات العام الماضي، فإن الفرق يمثل أصول زائدة عن الحاجة وقد يقتضي الأمر ضرورة التصرف فيها. وبالطبع إذا تساوى جانب الأصول مع جانب الخصوم فلن تكون هناك احتياجات مالية، كما لن يكون هناك أصول زائدة عن الحاجة.
- ولإلقاء مزيد من الضوء على كيفية استخدام أسلوب النسبة المئوية للمبيعات في التنبؤ بالاحتياجات المالية، سوف نفترض أن مبيعات شركة الاستثمار "أدماك" فقد بلغت في عام ٢٠١٣ ما قيمته ٥٠٠,٠٠٠ جنيه، كما بلغت حافة صافي الربح ١٠% وتتوقع الإدارة أن يصل رقم المبيعات في عام ٢٠١٤ إلى ٧٠٠,٠٠٠ جنيه وأن تبلغ حافة صافي الربح النسبة التي كانت عليها في عام ٢٠١٣ (١٠%)، وأن يتم توزيع ٦٠% من الأرباح المتوقعة على المساهمين.

فإذا افترضنا أن الميزانية العمومية الموضحة في أدناه تمثل المركز المالي للمنشأة في ٢٠١٣/١٢/٣١ فإن تحديد الاحتياجات المالية لعام ٢٠١٤ سوف يتم وفقاً للخطوات السابق الإشارة إليها. وتتمثل الخطوة الأولى في هذا الصدد في تحديد بنود الميزانية المذكورة التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات.

ويمكن القول بأن هذا الشرط ينطبق على جميع بنود الأصول (على فرض أن طاقة الأصول الثابتة مستغلة بالكامل) وعلى بند واحد من بنود الخصوم هو الدائنين.

جدول (١/٥)

الميزانية العمومية لشركة أدماك في ٢٠١٣ / ١٢ / ٣١

خصوم		أصول	
دائنون	٧٥٠٠٠	نقدية	٢٥٠٠٠
قروض قصيرة	٢٥٠٠٠	ذمم	٧٥٠٠٠
سندات	١٥٥٠٠٠	مخزون	١٠٠٠٠٠
أسهم عادية	١٢٠٠٠٠	صافي الأصول الثابتة	٢٠٠٠٠٠
أرباح محتجزة	٢٥٠٠٠		
	<u>٤٠٠٠٠٠</u>		<u>٤٠٠٠٠٠</u>

يلي ذلك إظهار تلك البنود في صورة نسبية مئوية وذلك بقسمة كل بند من هذه البنود على رقم المبيعات لعام ٢٠١٣ وأن يتم ضرب الناتج في ١٠٠ وهو ما يظهره الجدول التالي:

جدول (٢/٥)

بعض بنود ميزانية شركة أدماك ٢٠١٣/١٢/٣١
"معبراً عنها كنسبة مئوية من المبيعات"

خصوم	%	أصول	%
دائنون	١٥%	نقدية	٥%
قروض قصيرة		ذمم	١٥%
سندات		مخزون	٢٠%
أسهم عادية		صافي الأصول الثابتة	٤٠%
أرباح محتجزة			
	<u>١٥%</u>		<u>٨٠%</u>

أما الخطوة الثالثة فتتمثل في إعداد الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٤/١٢/٣١ والموضحة بجدول (٣/٥) وبالنسبة للبند التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات التي ظهرت في ذلك الجدول فقد تم تقديرها بضرب النسبة المئوية المقابلة لكل بند في جدول (٢/٥) في رقم المبيعات المتوقعة وقدرها ٧٠٠٠٠٠٠ جنيه، أما بالنسبة للبند التي ليس لها علاقة مع المبيعات فتظل على ما كانت عليه في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١ طالما لم يطرأ عليها أي تغيير. ويشير جدول (٣/٥) الذي يمثل الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٤/١٢/٣١ إلى أن جانب الأصول فوق جانب الخصوم ومن ثم فإن الفرق بينهما وقدرة ١٠٢٠٠٠٠ جنيه سوف يمثل الاحتياجات المالية الإضافية في عام ٢٠١٤. ويمكن الوصول إلى رقم الاحتياجات المالية بطريقة إجمالية وذلك بالاستعانة بجدول (٤/٥)، ويشير الجدول المذكور إلى أن الأصول كنسبة من المبيعات تبلغ ٨٠% وهذا يعني أن زيادة في المبيعات قدرها ١٠٠ جنيه تتطلب زيادة في الاستثمار في الأصول قدرها ٨٠ جنيهًا.

جدول (٣/٥)

الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٣ / ١٢ / ٣١

	خصوم		أصول
دائنون	١٠٥٠٠٠	نقدية	٣٥٠٠٠
قروض قصيرة	٢٥٠٠٠	نم	١٠٥٠٠٠
سندات	١٥٥٠٠٠	مخزون	١٤٠٠٠٠
أسهم عادية	١٢٠٠٠٠	صافي الأصول الثابتة	٢٨٠٠٠٠
أرباح محتجزة	٥٣٠٠٠		
	٤٥٨٠٠٠		٥٦٠٠٠٠

وحيث أن الزيادة المتوقعة في المبيعات في عام ٢٠١٤ بالمقارنة مع المبيعات في العام السابق تبلغ ٢٠٠٠٠٠ جنيه (٧٠٠٠٠٠٠ جنيه مطروحة منها ٥٠٠٠٠٠٠ جنيه) فإن شركة أدماك سوف تحتاج إلى أموال إضافية قدرها ١٦٠٠٠٠ جنيه (٢٠٠٠٠٠٠ × ٨٠%) لتمويل الاستثمار الإضافي في الأصول اللازمة لتوليد المبيعات الإضافية، وحيث أن الخصوم كنسبة من المبيعات تبلغ ١٥% فإن هذا يعني أن زيادة في المبيعات قدرها ١٠٠ جنيه تخلق زيادة تلقائية في الموارد التي تحصل عليها المنشأة من الغير قدرها ١٥ جنيه.

وحيث أن الزيادة المتوقعة في المبيعات في عام ٢٠١٤ تبلغ ٢٠٠٠٠٠٠ جنيه فإن شركة أدماك يمكنها الحصول تلقائيًا على ائتمان إضافي لتمويل الأصول قدره ٣٠٠٠٠٠ جنيه (٢٠٠ ألف جنيه \times ١%) يضاف إليها التمويل الذاتي المتمثل في الأرباح المحتجزة وقدرها ٢٨٠٠٠٠ جنيه لتصبح جملة الموارد المتوقعة ٥٨٠٠٠٠ جنيه وحيث أن جملة الاحتياطات سوف يبلغ ١٠٢٠٠٠٠ جنيه (١٦٠ ألف جنيه مطروحًا منها ٥٨ ألف جنيه) وهي نفس النتيجة باستخدام الميزانية العمومية المتوقعة.

ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة باستخدام معادلة رياضية على النحو التالي:

$$\frac{\text{ص}}{\text{١م}} - (\Delta \text{ م}) - \frac{\text{ك}}{\text{١م}} - (\Delta \text{ م}) - \text{ح م} - (\text{١} - \text{ت}) = \text{الاحتياجات المالية}$$

$$\Delta \text{ م} = \left(\frac{\text{ص}}{\text{١م}} - \frac{\text{ك}}{\text{١م}} \right) - \text{ح م} - (\text{١} - \text{ت})$$

حيث:

$\Delta \text{ م}$ = التغير في المبيعات أي الفرق بين المبيعات المتوقعة في فترة مقبلة والمبيعات الفعلية في الفترة السابقة عليها (م٢ - م١).

ص/م١ = الأصول كنسبة من المبيعات.

ك/م١ = الخصوم كنسبة من المبيعات.

ح = حافة صافي الأرباح.

م٢ = المبيعات المتوقعة.

ت = النسبة المئوية للتوزيعات على المساهمين.

وفيما يلي كيفية حساب الاحتياجات المالية باستخدام المعادلة التالية:

الاحتياجات المالية

$$= 2000000 (80\% - 15\%) - 10\% \times (7000000) (1 - 60\%)$$

$$= 2000000 \times 65\% - 7000000 \times 4\% = 1020000 \text{ جنيه.}$$

افتراضنا في المثال السابق أن المبيعات المتوقعة في عام ٢٠١٤ تبلغ قيمتها ٧٠٠٠٠٠٠ جنيه ومن ثم فقد ظهرت الحاجة إلى تمويل خارجي إضافي قدره ١٠٢٠٠٠٠ جنيه. أما إذا افترضنا أن حجم المبيعات المتوقعة ٥٠٥٠٠٠٠ جنيه. فسوف يكشف تطبيق المعادلة عدم حاجة المنشأة إلى أي تمويل إضافي من مصادر خارجية. بل والأكثر من ذلك سنكتشف وجود فائض قيمة ١٦٩٠ جنيه ينبغي على المنشأة التخطيط لاستخدامه.

كذلك يمكن باستخدام المعادلة السابقة تقدير حجم المبيعات الذي لا تحتاج عنده المنشأة إلى أي أموال إضافية من مصادر خارجية كما لا يتوفر لها في ظل أي فائض. وسوف نطلق على حجم المبيعات الذي يحقق هذا الشرط حجم التعادل. ويمكن إيجاد حجم التعادل يجعل الطرف الأيمن من المعادلة المذكورة مساوياً للصفر ثم نقوم بإيجاد قيمة م.

$$\text{صفر} = (م - ٢م) ٥٠٠٠٠٠٠ - ٦٥\% - ٤\% م$$

$$٣٢٥٠٠٠٠ = ٦١\% م$$

$$م = ٥٣٢٧٨٧ \text{ جنيه.}$$

وهكذا إذا توقعت المنشأة صعوبة في الحصول على أموال من مصادر خارجية فعليها أن تخطط عملياتها الإنتاجية والتسويقية لبيع ما قيمته ٥٣٢٧٨٧ جنيه. ويبدو أن الوضع كذلك بالنسبة لشركة "أدماك" فلو أنها وضعت خططها لتحقيق مبيعات قدرها ٧٠٠٠٠٠٠ جنيه فقد تواجه صعوبة في إقناع المقرضين لتمويل احتياجاتها المالية فوقاً للميزانية العمومية الموضحة في جدول (١/٥) تبلغ نسبة التداول ٢: ١ كما تبلغ نسبة الافتراض ٦٤% تقريباً. وإذا ما لجأت الشركة إلى أحد البنوك التجارية للحصول على ائتمان قصير الأجل لتغطية احتياجاتها المالية لعام ٢٠١٤ وقدرها ١٠٢٠٠٠٠ جنيه فإن جملة الخصوم المتداولة في الميزانية العمومية المتوقعة سوف تبلغ ٢٣٢٠٠٠٠ جنيه وبناء عليه ستخفض نسبة

التداول لتصبح ١,٢ : ١ كما ستظل نسبة الافتراض إلى ٦٩%. وفي ظل هذا الواقع الجديد قد يتردد لبنك أو يمتنع كلية عن إقراض الشركة.

وهكذا تتضح ميزة أخرى للتنبؤ بالاحتياجات المالية فبالإضافة إلى أنه يتيح وقتاً كافياً للبحث عن مصادر للتمويل والتفاوض معها فإنه قد يكشف عن صعوبة الحصول على موارد مالية من مصادر خارجية الأمر الذي قد يضطر المنشأة للتخطيط لتحقيق رقم مبيعات لا يتجاوز حجم التعادل.

ثانياً: تحليل الانحدار

يعاب على أسلوب النسبة المئوية للمبيعات أنه يفترض وجود علاقة ثابتة بين حجم المبيعات وبين بعض بنود الميزانية. مثل هذا الافتراض قد لا يكون صحيحاً في كل الأحوال. فتكون نسبة المخزون السلعي إلى المبيعات ٢٠% في عام ٢٠١٣ لا يعني أن هذه النسبة ستظل على ما هي عليه في الأعوام القادمة. كذلك يعاب على أسلوب النسبة المئوية للمبيعات أنه لا يصلح للتنبؤ بالاحتياجات المالية لفترة تزيد عن سنة. كما لا يلائم المنشآت الصغيرة التي تتميز بعدم استقرار مبيعاتها وكذا المنشآت التي تعاني من انخفاض في معدل استغلال الطاقة فوجود طاقة عاطلة قد يمكن المنشأة من الاستجابة للمبيعات الإضافية المتوقعة دون حاجة إلى استثمار إضافي في الأصول الثابتة.

ولتجنب العيوب التي يعاني منها أسلوب النسبة المئوية للمبيعات يفضل استخدام أسلوب آخر في التنبؤ بالاحتياجات المالية هو أسلوب تحليل الانحدار *Regression Analysis*. فهذا الأسلوب لا يرفض وجود علاقة ثابتة بين حجم المبيعات وحجم الاستثمار في الأصول كما أنه يصلح للتنبؤ بالاحتياجات المالية في المدى القصير وال المدى الطويل على السواء إضافة إلى إمكانية استخدامه بواسطة المنشآت الصغيرة التي تعاني من تقلب في مبيعاتها وكذا المنشآت التي تعاني من انخفاض معدل استغلال الطاقة.

وتتمثل الخطوة الأولى في أسلوب تحليل الانحدار توفير بيانات إحصائية عن رقم المبيعات عن عدة سنوات سابقة وما كان عليه كل بند من بنود الميزانية التي لها علاقة مع المبيعات في تلك السنوات. وبالطبع كلما زاد عدد السنوات التي يتضمنها التحليل زادت دقة التنبؤ باستخدام هذا الأسلوب. أما الخطوة الثانية فتتمثل في إيجاد العلاقة (معامل الانحدار) بين المبيعات وبين كل بند من البنود السابق الإشارة إليها. وعلى أساس هذه العلاقة يتم تقدير قيمة كل بند من هذه البنود

وبالنسبة للبنود التي لا توجد علاقة بينها وبين المبيعات فستظل كما كانت عليه في ميزانية الفترة السابقة طالما لا يتوفر بشأنها معلومات أخرى. أما الخطوة الأخيرة فتمثل في تصوير الميزانية العمومية المتوقعة وحساب الاحتياجات المالية أو الفائض المتوقع خلال الفترة المقبلة.

ولتوضيح فكرة استخدام أسلوب تحليل الانحدار في التنبؤ سنفترض أن شركة الأغذية المحفوظة بصدد التنبؤ باحتياجاتها المالية لعام ٢٠١٤. وكما سبقت الإشارة فإن هذا يقتضي تقدير القيمة المتوقعة لكل بند من بنود الميزانية التي لها علاقة مع المبيعات. وفيما يلي نعرض لكيفية تقدير أحد هذه البنود وهو المخزون السلعي وذلك على فرض أن حجم المبيعات والمخزون للشركة المذكورة خلال الخمس سنوات التي تنتهي في عام ٢٠١٣ هو كما يظهر في جدول (٤/٥) وأن حجم المبيعات في عام ٢٠١٤ يتوقع أن يبلغ ١٠٠٠ جنيه.

لكي تقوم بالتنبؤ بحجم الاستثمار في المخزون السلعي علينا أولاً إيجاد العلاقة بين المبيعات والمخزون السلعي أو بمعنى أدق إيجاد معامل الانحدار بين هذين المتغيرين وذلك من واقع المعادلة التالية:

$$ص = ك + م س$$

حيث:

$$ن \text{ مج س ص} - (\text{مج س}) (\text{مج ص})$$

= م

$$ن (\text{مج س}) - (\text{مج س})$$

$$ك = ص - م س$$

ص = قيمة المخزون السلعي (المتغير التابع) أما ص فتمثل متوسطه.

س = قيمة المبيعات (المتغير المستقل) أما س فتمثل متوسطه.

م = معامل الانحدار.

ك = نقطة تقاطع المنحنى الذي يمثل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل مع المحور الرأسي.

ن = عدد السنوات التي يتضمنها التحليل.

ومن الممكن الاستفادة من جدول (٤/٥) لتصميم جدول آخر هو جدول (٥/٥) الذي يتضمن كافة المتغيرات المطلوبة لحساب المعادلة السابقة التي ستستخدم في التنبؤ بالحجم المتوقع للمخزون السلعي.

جدول (٤/٥)

حجم المبيعات والمخزون السلعي لشركة الأغذية المحفوظة

السنة	قيمة المبيعات (س)	المخزون السلعي (ص)
٢٠٠٩	٥٠٠	١٠٠
٢٠١٠	٨٠٠	٤٠٠
٢٠١١	٧٠٠	٣٠٠
٢٠١٢	٦٠٠	٣٠٠
٢٠١٣	٤٠٠	١٠٠

جدول (٥/٥)

البيانات الأساسية اللازمة للتنبؤ بحجم المخزون

ن	س	ص	س ص	س ^٢	ص ^٢
١	٥٠٠	١٠٠	٥٠٠٠٠	٢٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠
٢	٨٠٠	٤٠٠	٦٤٠٠٠٠	٣٢٠٠٠٠	١٦٠٠٠٠
٣	٧٠٠	٣٠٠	٤٩٠٠٠٠	٢١٠٠٠٠	٩٠٠٠٠٠
٤	٦٠٠	٣٠٠	٣٦٠٠٠٠	١٨٠٠٠٠	٩٠٠٠٠٠
٥	٤٠٠	١٠٠	١٦٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠
مج	٣٠٠٠	١٢٠٠	٨٠٠٠٠٠	١٩٠٠٠٠٠	٣٦٠٠٠٠٠
متوسط س = ٦٠٠ ، ومتوسط ص = ٢٤٠					

تقتضي الخطوة الأولى في تطبيق المعادلة السابقة لإيجاد قيمة المتغيرين م، ك في تلك المعادلة:

$$١٢٠٠ \times ٣٠٠٠ - ٨٠٠٠٠٠ \times ٥$$

$$\frac{\quad}{\quad} = م$$

$$٢(٣٠٠٠) - ١٩٠٠٠٠٠ \times ٥$$

$$٠,٨ =$$

$$ك = ٢٤٠ - ٦٠٠ \times ٠,٨ = ٢٤٠$$

ومن ثم فإن:

$$ص = ٢٤٠ + ٠,٨ س.$$

حيث تمثل س قيمة المبيعات المتوقعة في عام ٢٠١٤. ولما كانت التقديرات تشير إلى أن قيمة تلك المبيعات سوف تبلغ ١٠٠٠ جنيه، فإنه يمكن تقدير حجم الاستثمار المتوقع في المخزون (ص) في عام ٢٠١٤، على الوجه التالي:

$$ص = ٢٤٠ + ٠,٨ \times ١٠٠٠ = ٥٦٠ جنيه.$$

وبالطبع يمكن التنبؤ بما ستكون عليه بقية بنود الميزانية التي لها علاقة مع المبيعات على نفس النحو. أما البنود التي ليس لها علاقة مع المبيعات فسوف تظل على ما هي عليه. وباستخدام فكرة الميزانية العمومية المتوقعة الموضحة في جدول (٣/٥)، يمكن الوصول إلى مقدار الفائض أو الاحتياجات المالية المتوقعة في عام ٢٠١٤.

ونود أن ننوه إلى أن تحليل الانحدار على النحو السالف الذكر يفترض أن حجم المخزون يتوقف فقط على التغير في حجم المبيعات، وهذا قد لا يكون صحيحًا في غالبية الأحيان. فقد تفضل المنشأة الاحتفاظ بكمية المخزون تفوق احتياجات المبيعات. وذلك إذا ما توقعت إضرابًا للعمال في مصانع الموردين، أو إذا توقعت حربا في منطقة معينة يصعب معها استيراد احتياجاتها، كما قد تنحو نفس النحو إذا توقعت زيادة كبيرة في الأسعار، لذا فمن الضروري أخذ مثل هذه العوامل في الحسبان حتى يمكن الوقوف على تقديرات منطقية ومقبولة للمخزون السلعي. وهذا يعني ضرورة استخدام أسلوب الانحدار المتعدد حيث تزيد المتغيرات المستقلة عن متغير واحد. ونظرًا للعمليات الحسابية الهائلة التي يتطلبها هذا النوع من التحليل فإن الأمر يحتاج لاستخدام الحاسوب، وعلى العموم فإن هذا

الموضوع يخرج عن نطاق اهتمامنا، ويمكن للقارئ الذي يبغى معرفة المزيد عن أسلوب الانحدار المتعدد، أن يطلع على أحد المراجع في مبادئ الإحصاء.

ثالثاً: الميزانية التقديرية النقدية:

تعتبر الميزانية التقديرية النقدية *Cash Budget* إحدى أدوات التنبؤ المالي، إذ توضح النمط الذي ستكون عليه التدفقات المستقبلية.

ويعتبر هذا النوع من الميزانيات ذات أهمية قصوى للمدير المالي إذ يزوده بمعلومات مفيدة عن حجم الفائض أو العجز النقدي المتوقع وتوقيت حدوثه. فإذا ما أظهرت الميزانية عدم كفاية النقدية للوفاء بالالتزامات عندما يحين موعد استحقاقها، فإنه يصبح من الضروري البحث مقدماً عن المصادر المحتملة لتمويل ذلك العجز، حتى لا تتعرض المنشأة لمخاطر العسر المالي. أما إذا كشفت الميزانية عن فائض نقدي متوقع فإن الأمر قد يقتضي ضرورة التخطيط مقدماً لاستثماره. وبالطبع ينبغي المفاضلة بين المصادر البديلة لتمويل العجز أو الفرص البديلة لاستثمار الفائض، وذلك على ضوء الهدف الأساسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه وهو تعظيم ثروة الملاك.

هذا وعلى الرغم من أن الفترة التي تعد عنها الميزانية التقديرية النقدية تختلف من منشأة إلى أخرى، إلا أن القاعدة العامة تقضي بأن تعد الميزانية عن فترة قصيرة نسبياً. فهذا النوع من الميزانيات يقوم في الأساس على التنبؤ، وكما هو معروف فإن التنبؤ لفترة قصيرة يعد أكثر دقة من التنبؤ لفترة طويلة. ومن المعتاد أن تغطي الميزانية التقديرية سنة كاملة، وغالباً ما يتم تخزينها إلى فترات، فإذا ما تميزت التدفقات النقدية بشيء من الثبات، كما في حالة الهيئات العامة كهيئة الكهرباء وهيئة المياه، فقد تجزأ الميزانية إلى فترات ربع سنوية، أو نصف سنوية. بل وقد لا تجزأ على الإطلاق. أما إذا تميزت التدفقات النقدية بالتقلب كما في حالة المنشآت التي لا تتسم مبيعاتها بالاستقرار، فقد يتطلب الأمر تجزئة الميزانية على أساس شهري، وربما على أساس أسبوعي، بل وقد يتطلب الأمر بناء احتياطي نقدي داخل الميزانية، حتى يتجنب المنشأة مخاطر الوقوع في الأزمات التي قد تضر بسمعتها في السوق.

ويحذر جونسون (*Johnson, 1962, p. 105*) من أن الميزانية التقديرية النقدية المعدة على أساس شهري قد تكون مضللة. فعلى الرغم من أنها قد تشير إلى وجود فائض في أحد الشهور إلا أن هذا الفائض قد يكون صورياً فلو فرض

أن الجانب الأكبر من الذمم يتم تحصيله في الثلث الأخير من الشهر، بينما تلتزم المنشأة بدفع المستحقات للموردين في الثلث الأول من الشهر، فقد تشهد العشرة أيام الأولى من كل شهر عجزاً نقدياً لا تفصح عنه الميزانية.

إعداد الميزانية التقديرية النقدية:

يعتمد هذا النوع من الميزانيات على ثلاث أركان أساسية تتمثل في:

- تقدير التدفقات النقدية الداخلة.

- تقدر التدفقات النقدية الخارجة.

- تقدير صافي التدفق النقدي.

- تقدير التدفقات النقدية الداخلة:

يقصد بالتدفقات النقدية الداخلة *Cash in - Flow* حجم وتوقيت المتحصلات النقدية خلال الفترة، وتعتبر المبيعات المتوقعة من أهم مصادر التدفقات النقدية الداخلة التي تظهر في الميزانية التقديرية النقدية. ويمكن التنبؤ بما سيكون عليه حجم تلك المبيعات من خلال مدخلين أحدهما داخلي والآخر خارجي.

طبقاً للمدخل الداخلي يقوم كل رجل من رجال البيع بوضع التقديرات بشأن مبيعاته عن الفترة التي تغطيها الميزانية، ثم يقوم مدير المبيعات بمراجعة تلك التقديرات وتجميعها في تقارير حسب نوعية المنتج. يتم بعد ذلك تجميع تلك التقارير في تقرير واحد يوضح الرقم الكلي للمبيعات. أما في ظل المدخل الخارجي فإن الأمر يتطلب دراسة العلاقة بين حجم المبيعات للصناعة. وبين عامل أو أكثر من العوامل الاقتصادية أو السكانية أو غيرها. وقد يكون من الملائم في هذا الصدد استخدام تحليل الانحدار. ففي صناعة لبنان الأطفال يمكن إيجاد معامل الانحدار بين مبيعات الصناعة وبين عدد المواليد. وبمعرفة تقديرات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء بشأن عدد المواليد في الفترة محل الدراسة، يمكن تقدير حجم مبيعات الصناعة خلال نفس الفترة وبنفس المنطق يمكن استخدام تحليل الانحدار بين مبيعات الصناعة وبين مبيعات المنشأة، وذلك من أجل تحديد نصيب المنشأة من مبيعات الصناعة. ويقترح أيضاً فادن هورن (*Van Horne*, 1989, pp. 797- 799) أن تستخدم المنشأة المدخلين معاً، على أن تستعين بخبرتها للتوفيق بينهما.

وبعد قيام المنشأة بتقدير المبيعات المستقبلية ينبغي تصنيفها إلى مبيعات نقدية. ومبيعات آجلة. وتحديد توقيت تحويل تلك المبيعات إلى نقدية. وبالنسبة للمبيعات النقدية فإن توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنها غالباً ما يكون نفس توقيت حدوث هذه المبيعات، أما توقيت التدفقات النقدية المتولدة عن المبيعات الآجلة فيتحدد على ضوء فترة التحصيل المتوقعة للحسابات المدينة. وعلى المدير المالي أن يدرك عند تقدير التدفقات النقدية المتولدة من المبيعات، أنه في فترات الكساد ينخفض رقم المبيعات وتطول فترة التحصيل، أما في فترات الرواج فيرتفع رقم المبيعات وتنخفض فترة التحصيل.

وتجدر الإشارة إلى أن المبيعات ليست المصدر الوحيد للتدفقات النقدية الداخلة، وإن كانت العصب الرئيسي لهذه التدفقات فمتحصلات بيع بعض الأصول كالأوراق المالية والأصول الثابتة التي لم تعد تستخدمها المنشأة، وقيمة الإيجارات من أصول مؤجرة للغير والفوائد أو الأرباح عن استثمارات في أوراق مالية، تعد من بين العناصر المكونة للتدفقات النقدية الداخلة.

- تقدير التدفقات النقدية الخارجة:

يقصد بالتدفقات النقدية الخارجة *Cash - out - Flow* حجم وتوقيت المدفوعات النقدية خلال الفترة. وتعتبر كمية الإنتاج المتوقعة من أهم العوامل المحددة للتدفقات النقدية الخارجة. كما تعتبر سياسة الإنتاج المتبعة من أهم العوامل المؤثرة على توقيت تلك التدفقات.

وهناك سياستان أساسيتان للإنتاج، الأولى هي سياسة ثبات معدل الإنتاج الشهري بصرف النظر عن التقلب في رقم المبيعات. أما الثانية فهي سياسة جدولة الإنتاج وفقاً للمبيعات المتوقعة. واتباع السياسة الأولى يترتب عليه انتظام التدفقات النقدية المتعلقة بالإنتاج، أما اتباع السياسة الثانية فيترتب عليه تقلب تلك التدفقات وذلك تبعاً لتقلب المبيعات.

ولا تعتبر القرارات الخاصة بكمية الإنتاج وسياسة الإنتاج هي المحدد الوحيد لنمط التدفقات النقدية الخارجة، إذ أن هناك العديد من القرارات الأخرى التي تؤثر على حجم هذه التدفقات، ومن أمثلتها قرارات شراء الأصول الثابتة والأوراق المالية، والتوزيعات على المساهمين، وسداد القروض، وما شابه ذلك.

- تقدير صافي التدفقات النقدية:

يمثل صافي التدفقات النقدية *Net - Cash - Flow* الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة وبين التدفقات النقدية الخارجة، وقد يكون صافي التدفق النقدي موجباً أو سالباً. ويكون صافي التدفق النقدي موجباً إذا زادت التدفقات النقدية الداخلة عن التدفقات النقدية الخارجة. بينما يكون صافي التدفق النقدي سالباً إذا زادت التدفقات النقدية الخارجة عن التدفقات النقدية الداخلة.

أن زيادة التدفقات النقدية الخارجة عن التدفقات النقدية الداخلة خلال فترة معينة، وإن كان يعني عدم كفاية التدفقات النقدية الداخلة لتمويل التدفقات الخارجة، إلا أنه لا يعني أن المنشأة تعاني عجزاً فعلياً في النقدية. فقد تتوافر بض النقدية في الخزينة في بداية الفترة، بحيث يمكن استخدامها لتعويض عدم كفاية التدفقات النقدية الداخلة لتغطية التدفقات النقدية الخارجة خلال نفس الفترة. بعبارة أخرى ينبغي أن يضاف رصيد النقدية في الخزينة أول الفترة إلى التدفقات النقدية الداخلة خلال الفترة حتى يمكن أن نحدد ما إذا كان هناك عجز أم فائض في النقدية.

وفي حالة المنشآت التي تعاني من تذبذب شديد في تدفقاتها النقدية، فيمكنها وضع حد أدنى لرصيد النقدية ينبغي توافره على الدوام لمواجهة ذلك التذبذب. فإذا انخفض الرصيد الفعلي للنقدية من الأموال من مصادر خارجية بما يضمن توفير الحد الأدنى المقرر للرصيد النقدي.

مثال توضيحي

نفترض أن الشركة العربية لأبناء عويس لتجارة الجلود بصدد إعداد ميزانية تقديرية نقدية عن الثلاثة شهور الأولى من عام ٢٠١٤، وتوافرت البيانات التالية:

- تشير سجلات الشركة إلى أن ٣٠% من مبيعاتها نقدية وأن مبيعاتها الآجلة يتم تحصيلها كما يلي: ٤٠% من تلك المبيعات يتم تحصيلها في الشهر الذي تم فيه البيع، ٥٠% في الشهر التالي، ١٠% في الشهر الذي يليه.

- أما بالنسبة للمشتريات فتتم في الشهر السابق لبيعها. وتبلغ قيمة المشتريات ٦٠% من قيمة المبيعات. ويتم سداد قيمة البضاعة المشتراة في الشهر التالي لشرائها.

- ومن المتوقع أن تبلغ الأجر والمرتببات ١٥٠٠٠٠٠ جنيه، ١٢٦٠٠٠٠ جنيه، ١٦٠٠٠٠٠ جنيه في الثلاثة شهور على التوالي. كما يتوقع أن تبلغ المصروفات البيعية والإدارية ٥٠٠٠٠٠ جنيه شهرياً. وهناك مصروفات أخرى متوقعة قدرها ١٥٠٠٠٠ جنيه، ٢٠٠٠٠٠ جنيه، ٤٢٠٠٠٠ جنيه في الثلاثة شهور على التوالي. ويتم دفع الأجر والمصروفات البيعية والإدارية والمصروفات الأخرى في ذات الشهر الذي تستحق فيه.
- ومن المتوقع أن تقوم المنشأة بدفع ٥٠٠٠٠٠ جنيه لمصلحة الضرائب خلال شهر يناير، وأن تقوم بشراء مبنى جديد في ذات الشهر تبلغ قيمته ١٩٥٠٠٠٠ جنيه. وسوف يبلغ قسط الإهلاك السنوي عنه ٧٨٠٠٠ جنيه.
- كما تتوقع المنشأة بيع بعض الأوراق المالية في شهر مارس بمبلغ ٢٥٠٠٠٠ جنيه.
- وتشير التقديرات إلى أن رصيد النقدية في أول شهر يناير سيبلغ ٥٥٠٠٠٠ جنيه، وأن سياسة المنشأة تقضي بأن لا يقل الحد الأدنى للرصيد النقدي عن ٥٠٠٠٠٠ جنيه ويوضح جدول (٦/٥) المبيعات الفعلية عن شهري نوفمبر وديسمبر من عام ٢٠١٣ والمبيعات المتوقعة في الأشهر الأربعة الأولى من عام ٢٠١٤.

جدول (٦/٥)

مبيعات الشركة العربية لأبناء عويس لتجارة الجلود
من نوفمبر ٢٠٠٩ حتى أبريل ٢٠١٤ (بالآلاف الجنيهات)

الشهور	حجم المبيعات
نوفمبر	٨٠٠
ديسمبر	٧٠٠
يناير	٩٠٠
فبراير	١٠٠٠
مارس	٨٠٠
أبريل	٨٥٠

الحل

ولتبسيط المعلومات التي تتضمنها الميزانية النقدية، يفضل أن تقوم أولاً بإعداد ورقة عمل تتضمن التدفقات النقدية الداخلة المتوقع تحصيلها من المدينين عن مبيعات آجلة سابقة، والتدفقات النقدية الخارجة لصالح الموردين وذلك بغرض سداد قيمة مشتريات آجلة سابقة. ويوضح جدول (٧/٥) ورقة العمل للشركة العربية لتجارة الجلود عن الفترة المنتهية في ٢٠١٤/٣/٣١. وسوف تستخدم مخرجات ورقة العمل. والمتمثلة في مجموع المتحصلات الشهرية من العملاء ومجموع المدفوعات الشهرية للموردين في إعداد الميزانية التقديرية النقدية التي يوضحها جدول (٨/٥).

جدول (٧/٥)
ورقة العمل للشركة العربية لأبناء عويس لتجارة الجلود
عن الثلاثة شهور المنتهية في ٢٠١٤/٣/٣١

أبريل ٨٥٠	مارس ٨٠٠	فبراير ١٠٠٠	يناير ٩٠٠	ديسمبر ٧٠٠	نوفمبر ٨٠٠	مبيعات
٥٩٥	٥٦٠	٧٠٠	٦٣٠	٤٩٠	٥٦٠	مبيعات آجلة <u>متحصلات مبيعات آجلة</u>
	٢٢٤	٢٨٠	٢٥٢			متحصلات عن مبيعات نفس الشهر
	٣٥٠	٣١٥	٢٤٥			متحصلات مبيعات شهر سابق
	٦٣	٤٩	٥٦			متحصلات مبيعات شهرين سابقين
	٦٣٧	٦٤٤	٥٥٣			متحصلات المبيعات الآجلة
	٥١٠	٤٨٠	٦٠٠	٥٤٠		مشتريات آجلة
	٤٨٠	٦٠٠	٥٤٠			مدفوعات الموردين

تكشف الميزانية التقديرية النقدية عن احتمال وجود عجز نقدي في شهري يناير وفبراير يبلغ ١٧٢٠٠٠ جنيه، ٢٤٠٠٠ جنيه على التوالي، كما تكشف كذلك عن وجود فائض نقدي في شهر مارس قدره ١٤٦٠٠٠ جنيه. وتتيح هذه المعلومات قدرًا كبيرًا من المرونة لإدارة المنشأة، الأمر الذي يساعدها في اتخاذ القرارات التي تسهم في تعظيم ثروة الملاك. فإذا ما تم إعداد هذه الميزانية في أغسطس ٢٠١٣ فسوف يكون أمام الإدارة أربعة شهور كاملة للبحث عن مصادر تمويل العجز المتوقع في شهري يناير وفبراير من عام ٢٠١٤، كما سيكون أمامها عدد من المصادر البديلة للمفاضلة بينها واختيار البديل الذي يحقق تعظيمًا لثروة الملاك. ومن بين البدائل المتاحة الحصول على قرض، أو التفاوض من أجل تبسيط قيمة المبنى الذي سيتم شراؤه في يناير، أو التعجيل ببيع الأوراق المالية في شهر يناير بدلاً من شهر مارس. كما يعتبر بديلاً أيضاً بيع المزيد من الأوراق

المالية، أو تقديم خصم تعجيل السداد لتشجيع العملاء على سرة سداد قيمة مشترواتهم الآجلة.

جدول (٨/٥)

الميزانية التقديرية النقدية للشركة العربية لأبناء عويس لتجارة الجلود عن الثلاثة شهور المنتهية في ٢٠١٤/١٢/٣١ بآلاف الجنيهات.

مارس	فبراير	يناير	
			المتحصلات النقدية
٢٤٠	٣٠٠	٢٧٠	مبيعات نقدية
٦٣٧	٦٤٤	٥٥٣	متحصلات مبيعات آجلة
٢٥			مبيعات أوراق مالية
٩٠٢	٩٤٤	٨٢٣	١- مجموعة التدفقات النقدية الداخلة
			المدفوعات النقدية
٤٨٠	٦٠٠	٥٤٠	مدفوعات للموردين
١٦٠	١٢٦	١٥٠	أجور ومرتبات
٥٠	٥٠	٥٠	مصروفات بيعية وإدارية
٤٢	٢٠	١٥	مصروفات أخرى
--	--	٥٠	مدفوعات لمصلحة الضرائب
--	--	١٩٥	شراء مباني
٧٣٢	٧٩٦	١٠٠٠	٢- مجموع التدفقات النقدية الخارجة
١٧٠	١٤٨	(١٧٧)	٣- صافي التدفق النقدي
٢٦	(١٢٢)	٥٥	٤- النقدية أول المدة
١٩٦	٢٦	(١٢٢)	٥- النقدية في نهاية الشهر ٣+٤
٥٠	٥٠	٥٠	٦- الحد الأدنى لرصيد النقدية
١٤٦	(٢٤)	(١٧٢)	٧- جملة الفائض أو مجموع العجز

أما إذا لم تقوم المنشأة بإعداد الميزانية التقديرية النقدية. فلن تكتشف حاجتها للأموال إلا عند حدوث العجز بالفعل أي في شهر يناير وفبراير، ومن ثم فإن موقفها سوف يتغير كثيراً. إذ ستتكلم عدد البدائل المتاحة. كما لن يتوافر وقتاً كافياً للتفاوض مع مصادر التمويل القليلة المتاحة، والأهم من ذلك أن فشل المنشأة في التنبؤ باحتياجاتها المالية سوف يثير شكوك المقرضين، مما يؤدي إلى إحجامهم عن إقراضها، أو إقراضها بشروط متعسفة. ومن ناحية أخرى فإن الاكتشاف المبكر للفائض النقدي المتوقع في شهر مارس، يتيح للإدارة متسع من الوقت للمفاضلة بين الاستخدامات المتاحة لهذا الغرض. ومن بين الاستخدامات الممكنة لهذا الفائض سداد القروض التي قد تحصل عليها المنشأة في شهر يناير وفبراير

لسد العجز النقدي. أو إجراء توزيعات على المساهمين. أو استثمار ذلك الفائض في استثمارات يتولد عنها عائد إضافي.

باختصار تسهم الميزانية التقديرية النقدية في التخطيط للاقتراض، ولسداد القروض، ولاستثمار الفائض، وكذا التخطيط لإجراء توزيعات على المساهمين، وما شابه ذلك. كما تسهم الميزانية التقديرية النقدية في توجيه الإدارة إلى وسائل بديلة لتجنب العسر المالي المتوقع، وذلك بإعادة النظر في التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

رابعاً: القوائم المالية المتوقعة

من المفيد أيضاً أن تقوم المنشأة بالتنبؤ بما ستكون عليه قائمة الدخل والميزانية العمومية في فترة مقبلة. فبينما تزود الميزانية التقديرية النقدية المدير المالي بتقديرات للفائض أو العجز النقدي في المستقبل، فإن القائمتين المذكورتين تزودانه بمعلومات مفيدة عما ستكون عليه ربحية المنشأة ومركزها المالي في فترة مقبلة. ويتطلب إعداد القوائم المالية المتوقعة لفترة ما الميزانية التقديرية النقدية لنفس الفترة، والميزانية العمومية عن فترة سابقة، وفيما يلي نعرض لكيفية إعداد تلك القائمتين، حيث نتناول أولاً قائمة الدخل المتوقعة، ثم نعرض بعد ذلك للميزانية العمومية المتوقعة.

قائمة الدخل المتوقعة:

تزودنا قائمة الدخل المتوقعة بالأرباح والخسائر المتوقعة عن فترة مقبلة، ولإعداد قائمة الدخل للشركة العربية لتجارة الجلود عن الثلاثة شهور المنتهية في ٢٠١٤/٤/٣١ سوف نفترض أن الجدول رقم (٩/٥) يمثل الميزانية العمومية لتلك الشركة في ٢٠١٣/١٢/٣١ وأن القسط السنوي لإهلاك الأصول المملوكة بالفعل هو ٣٤٨٠٠ جنيه. وأن معدل الضريبة ٥٠% والآن سوف نحاول تقدير القيمة التي سيكون عليها كل بند من بنود قائمة الدخل، ومنها نصل إلى حجم الأرباح. أو الخسائر المتوقعة. وذلك بالاستعانة بالمعلومات السابق الإشارة إليها بشأن الميزانية التقديرية النقدية لتلك الشركة.

- رقم المبيعات:

يتمثل رقم المبيعات الذي سيظهر في قائمة الدخل المتوقعة في مجموع المبيعات عن الثلاثة شهور المنتهية في ٢٠١٤ / ٣ / ٣١ والذي يظهر في ورقة

العمل الموضحة في الجدول (٧/٥) حيث تبلغ قيمة تلك المبيعات ٢٧٠٠٠٠٠٠ جنييه.

جدول (٩/٥)
الميزانية العمومية للشركة العربية لتجارة الجلود
٢٠١٣/١٢/٣١ بآلاف الجنييات

<u>أصول</u>		<u>خصوم</u>	
نقدية	٥٥	الموردين	٨٠٠
أوراق مالية	١٠٠	ضرائب مستحقة	٢٠٠
ذمم	٢٤٥	قروض (١٢%)	١٠٠
محزون	٧٠٠	رأس المال	١٨٠
أصول ثابتة	٣٠٠	أرباح محتجزة	١٢٠
	<hr/>		<hr/>
	١٤٠٠		١٤٠٠

- تكلفة البضاعة المباعة:

تتمثل تكلفة البضاعة المباعة في قيمة المشتريات التي ستباع في الثلاثة شهور التي تعد عنها قائمة الدخل. حيث أن المشتريات تتم في الشهر السابق لبيعها، فإن مجموع مشتريات ديسمبر، ويناير، وفبراير تمثل تكلفة المبيعات عن الثلاثة شهور التي تعد عنها قائمة الدخل. وكما يتضح من جدول (٧/٥) فإن قيمة تلك المشتريات (تكلفة المبيعات) تبلغ ١٦٢٠٠٠٠ جنييه.

ويمكن الوصول إلى رقم تكلفة المبيعات بطريقة أخرى وذلك باستخدام المعلومات التي تشير إلى أن المشتريات (تكلفة المبيعات) تمثل ٦٠% من قيمة المبيعات. وحيث أن مبيعات الفترة تبلغ ٢٧٠٠٠٠٠٠ جنييه، فإن تكلفة المبيعات سوف تبلغ ١٦٢٠٠٠٠ جنييه (٢٧٠٠٠٠٠٠ × ٦٠%).

- قسم الإهلاك:

تشير سجلات الشركة إلى أن القسط السنوي لإهلاك الأصول المملوكة بالفعل هو ٣٤٨٠٠ جنييه، وبذا يكون نصيب الثلاثة شهور التي تعد عنها قائمة الدخل هو ٨٧٠٠ جنييه (٣٤٨٠٠ × ١٢/٣)، ويضاف إليها نصيب الفترة من قسط إهلاك المباني التي ترمع المنشأة شراؤها والموضحة في جدول (٨/٥) وسوف نفترض

أن تلك المباني سوف تشتري في نهاية شهر يناير، ومن ثم فإن نصيب قائمة الدخل من قسط الإهلاك السنوي للمباني سوف يبلغ ١٣٠٠ جنيهه (٧٨٠٠٠، ١٢/٢) وبالتالي فإن إجمالي قسط الإهلاك عن الفترة سوف يبلغ ١٠٠٠٠٠ جنيهه.

- الأجور والمرتببات:

حيث أن الأجور والمرتببات تدفع في الشهر الذي تستحق فيه، فإن هذا يعني أن نصيب الفترة سوف يعادل مجموع تلك المصروفات في الميزانية التقديرية أي ٤٣٦٠٠٠ جنيهه.

- المصروفات البيعية والإدارية:

ينطبق عليها ما سبق ذكره بشأن الأجور والمرتببات، حيث أنها تدفع في الشهر الذي تستحق فيه. وعليه فإن قيمة ما تتحمله قائمة الدخل سوف يبلغ ١٥٠٠٠٠ جنيهه، كما تشير بذلك الميزانية التقديرية النقدية.

- المصروفات الأخرى:

ينطبق عليها ما سبق ذكره بشأن البندين السابقين، ومن ثم فإنها ستظهر في قائمة الدخل بقيمة قدرها ٧٧٠٠٠ جنيهه.

- فوائد القروض:

تكشف الميزانية العمومية عن قرض قيمته ١٠٠٠٠٠٠ جنيهه بمعدل فائدة سنوي قدره ١٢% وهذا يعني أن نصيب الفترة من الفوائد سوف يبلغ ٣٠٠٠ جنيهه (١٢ ÷ (٣ × %١٢ × ١٠٠٠٠٠٠)

وبتوافر هذا القدر من المعلومات يمكن تصوير قائمة الدخل المتوقعة، وهو ما يظهره جدول (١٠/٥).

جدول (١٠/٥)
قائمة الدخل المتوقعة للشركة العربية لتجارة الجلود
عن السنة المنتهية في ٢٠١٤/٣/٣١ بالجنيهاً

٢٧٠٠		صافي المبيعات
١٦٢٠		تكلفة العمليات
١٠٨٠		مجمل الربح
	١٠	إهلاك
	٣٤٦	أجور ومرتبات
	١٥٠	مصروفات بيعية وإدارية
	٧٧	مصروفات أخرى
٦٧٣		صافي ربح العمليات
٤٠٧		فوائد قروض
٣		صافي الربح قبل الضريبة
٤٠٤		ضرائب مستحقة (٥٠%)
٢٠٢		صافي الربح بعد الضريبة
٢٠٢		

الميزانية العمومية المتوقعة:

يعتمد إعداد الميزانية العمومية المتوقعة على الميزانية النقدية، وقائمة الدخل المتوقعة، والميزانية العمومية من الفترة السابقة. وفيما يلي نوضح كيفية تقدير بنود الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٤ / ١٢ / ٣١ للشركة العربية لتجارة الجلود.

- ١- **رصيد النقدية:** يتمثل الرصيد المتوقع للنقدية في رصيد النقدية في نهاية شهر مارس، كما تظهره الميزانية التقديرية النقدية المشار إليها في جدول (٨/٥) وهو يعادل ١٩٦٠٠٠ جنيه منها ٥٠٠٠٠ جنيه تمثل الحد الأدنى لرصيد النقدية، أما الباقي قدره ١٤٦٠٠٠ جنيه فيمثل فائض نقدي.
- ٢- **أوراق مالية:** يبلغ رصيدها في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ١٠٠٠٠٠ جنيه، وحيث أن الميزانية التقديرية تشير إلى احتمال قيام المنشأة ببيع أوراق مالية قيمتها ٢٥٠٠٠ جنيه، فإن رصيد الأوراق المالية في ٢٠١٤/٣/٣١ يصبح ٧٥٠٠٠ جنيه.
- ٣- **الذمم:** يبلغ رصيد الذمم في ٢٠١٣ / ١٢ / ٣١ ما قيمته ٢٤٥٠٠٠ جنيه، يضاف إليها المبيعات الآجلة عن الثلاثة شهور التي تعد عنها الميزانية والتي تظهر في جدول (٧/٥) وقدرها ١٨٩٠٠٠٠ جنيه، ثم يطرح منه ما سوف

- يتم تحصيله خلال نفس الفترة والذي يظهر أيضاً في جدول (٧/٥) وقدره ١٨٣٤٠٠٠. وبذا يصبح الرصيد المتوقع للذمم ٣٠١٠٠٠ جنية.
- ٤- **المخزون السلعي:** يبلغ رصيد المخزون السلعي في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٧٠٠٠٠٠ جنية، يضاف إليه مجموع المشتريات خلال الفترة التي تعد عنها الميزانية، والتي تظهر من جدول (٧/٥) وقدرها ١٥٩٠٠٠٠ جنية ثم يطرح منه تكلفة البضاعة المباعة السابق الإشارة إليها عند إعداد قائمة الدخل المتوقعة وقدرها ١٦٢٠٠٠٠ جنية، ليصبح الرصيد المتوقع للمخزون ٦٧٠٠٠٠ جنية.
- ٥- **الأصول الثابتة:** يبلغ رصيد الأصول الثابتة في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٣٠٠٠٠٠ جنية. يضاف إليه مشتريات مباني قيمتها ١٩٥٠٠٠ جنية. كما يشير بذلك جدول (٨/٥) ثم يطرح منه قسط الإهلاك الذي يظهر في جدول (١٠/٥) وقدره ١٠٠٠٠ جنية. وبذا يصبح الرصيد المتوقع للأصول الثابتة ٤٨٥٠٠٠ جنية.
- ٦- **الموردون:** يبلغ رصيد الموردين في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٨٠٠٠٠٠ جنية. يضاف إليه المشتريات المتوقعة عن الفترة التي تعد عنها الميزانية وقدرها ١٥٩٠٠٠٠ جنية والتي تظهر في جدول (٧/٥) ثم يخصم منه المدفوعات النقدية للموردين والتي تظهر في نفس الجدول بقيمة قدرها ١٦٢٠٠٠٠ جنية. وبذا يصبح الرصيد المتوقع للموردين ٧٧٠٠٠٠ جنية.
- ٧- **ضرائب مستحقة:** يبلغ رصيد الضرائب المستحقة في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٢٠٠٠٠٠ جنية. يضاف إليها الضرائب المستحقة عن الثلاث شهور التي تعد عنها الميزانية والتي تظهر في جدول (١٠/٥) وقدرها ٢٠٢٠٠٠ جنية، ثم يطرح منها المدفوعات المتوقعة وقدرها ٥٠٠٠٠٠ جنية كما يشير بذلك جدول (٨/٥) وبذا يصبح الرصيد المتوقع للضرائب المستحقة ٣٥٢٠٠٠ جنية.
- ٨- **فوائد مستحقة:** تبلغ فوائد القروض عن الفترة التي تعد عنها الميزانية ما قيمته ٣٠٠٠ جنية، كما يشير بذلك جدول (١٠/٥).
- ٩- **قروض:** لم تتغير عما كانت عليه في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١.
- ١٠- **رأس المال:** لم يتغير عما كان عليه في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١.
- ١١- **الأرباح المحتجزة:** يبلغ رصيد الأرباح المحتجزة في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ١٢٠٠٠٠ جنية. يضاف إليه الأرباح المتوقعة عن الفترة وقدرها ٢٠٢٠٠٠ جنية. كما يشير بذلك جدول (١٠/٥) وطالما لا توجد أي إشارة

إلى توزيعات على المساهمين خلال الفترة التي تعد عنها الميزانية، فإن الرصيد المتوقع للأرباح المحتجزة سوف يبلغ ٣٢٢٠٠٠ جنيه.

وبوافر هذا القدر من المعلومات يمكن تصوير الميزانية العمومية المتوقعة، وهو ما يظهره جدول (١٠/٥).

ولتعميم الاستفادة من قائمة الدخل المتوقعة والميزانية العمومية المتوقعة، يقترح أن تقوم الإدارة المالية باستخدامها في إعداد النسب المالية المتوقعة عن الفترة التي تغطيها هاتين القائمتين. وبالطبع إذا أظهرت تلك النسب بعض نقاط الضعف فسوف يكون هناك وقتاً كافياً لتعديل الخطط بما يسمح بتصحيح الأوضاع، أي قبل أن تصبح تلك النسب حقيقية واقعة يصعب تغييرها.

جدول (١١/٣)

الميزانية العمومية المتوقعة للشركة العربية لتجارة الجلود في
٢٠١٤ / ١٢ / ٣١ بآلاف الجنيهات

أصول	خصوم
نقدية ١٩٦	الموردين ٧٧٠
أوراق مالية ٧٥	ضرائب مستحقة ٣
ذمم ٣٠١	قروض (١٢%) ١٠٠
محزون ٦٧٠	رأس المال ١٨٠
أصول ثابتة ٤٨٥	أرباح محتجزة ٣٢٢
١٧٢٧	١٧٢٧

ويمكن للقارئ أن يقوم بنفسه بتحليل المركز المالي للشركة العبية لتجارة الجلود في ٢٠١٣ / ١٢ / ٣١. وأيضاً تحليل المركز المالي المتوقع لها في ١٢ / ٣١ / ٢٠١٤ باستخدام النسب الملائمة، ثم مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها. فإذا ما قام القارئ مثلاً بإيجاد نسبة التداول ونسبة التداول السريعة فسوف يكتشف عدم وجود تغير يذكر في تلك النسبتين، أما إذا قام بإيجاد نسبة الاقتراض فسوف يكتشف انخفاض هذه النسبة.

ولعل القارئ يدرك أن النسب المحسوبة على أساس الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٤ / ٣ / ٣١ هي نسب متوقعة وليست فعلية، وإذا كانت الشركة العربية لتجارة الجلود ترغب في تحسين مركزها من حيث السيولة فسوف تدرك

مقدما أن خططها الحالية التي تعكسها الميزانية التقديرية النقدية لن تحقق لها ذلك، وهو ما قد يستدعي إعادة النظر في تلك الخطط.

خامساً: تحليل التعادل

يعتبر تحليل التعادل أداة لدراسة العلاقة بين التكاليف الثابتة، والتكاليف المتغيرة، والأرباح. ويهدف هذا التحليل أساساً إلى تحديد حجم المبيعات التي لا تحقق المنشأة عنده ربح أو خسارة، أي حجم المبيعات التي تتساوى عند التكلفة الكلية مع الإيراد الكلي، على النحو الذي يظهر في المعادلة التالية.

$$ك \times س = ث + ك \times م$$

حيث ك تمثل كمية المبيعات التي تتساوى عندها التكاليف الكلية مع الإيرادات الكلية، س تمثل سعر بيع الوحدة، ث تمثل إجمالي التكاليف الثابتة، بينما م تمثل التكلفة المتغيرة للوحدة. بعبارة أخرى يمثل الطرف الأيمن متحصلات المبيعات، بينما يمثل الطرف الأيسر مجموع التكاليف.

وعلى فرض معلومة المتغيرات التي تضمنتها المعادلة السابقة عدا كمية المبيعات (ك) فإنه يمكن إيجاد قيمة (ك) باستخدام المعادلة التالية.

$$ك = \frac{ث}{س-م}$$

ولتوضيح كيفية الاستفادة من تحليل التعادل. دعنا نفترض أن مستثمراً ما يفكر في إنشاء شركة لإنتاج المنظفات الصناعية. وقد قدر الخبراء أن التكاليف الثابتة الكلية سوف تبلغ مليون جنيه سنوياً، بينما تقدر التكاليف المتغيرة بستة جنيهات للوحدة. أما السعر المتوقع لبيع الوحدة فيبلغ عشرة جنيهات. وبتطبيق المعادلة السابقة سوف يتضح أن حجم التعادل، أي حجم المبيعات الذي لا تحقق عنده الشركة ربحاً ولا خسارة يبلغ ٢٥٠ ألف وحدة.

$$ك = \frac{١.٠٠٠.٠٠٠}{١٠-٦} = ٢٥٠ \text{ ألف وحدة}$$

هذا يعني أنه إذا كانت تقديرات خبراء التسويق أن الشركة المزمع إنشاؤها، لن تستطيع تصريف هذا القدر من المنتج، فإنه يصبح من صالح المستثمر صرف النظر عن إنشاء الشركة. ولكن ماذا لو أن تقديرات خبراء التسويق تشير إلى

إمكانية تصريف ٢٦٠ ألف وحدة سنويًا. هذا يعني أن المبيعات المتوقعة تزيد عن حجم التعادل بمقدار ١٠٠٠٠ وحدة. ولما كانت التكاليف الثابتة سوف يغطيها حجم التعادل، فإن ربحية الوحدات الإضافية (١٠٠٠٠ وحدة) سوف يتمثل في الفرق بين سعر بيع الوحدة وتكلفتها المتغيرة، أي ٤ جنيه في هذا المثال. وعليه فإن الربح السنوي الذي يتوقع أن تحققه المنشأة، سوف يبلغ ٤٠ ألف جنيه (١٠٠٠٠ وحدة × ٤) وهنا يثار التساؤل: هل هذا القدر يكفي لإقناع المستثمر بتأسيس الشركة؟

إن طرح السؤال على النحو سالف الذكر قد لا يكون ملائمًا. فالأفضل هو سؤال المستثمر عن الحد الأدنى عن الربح الذي يرغب في تحقيقه. وقد يقوم بتحديد برق مطلق أو بنسبة من رأس المال المستثمر. وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن تطوير المعادلة السابقة لكي تصلح كأساس لتقدير حجم المبيعات الذي يحقق ليس فقط تغطية للتكاليف الكلية، بل ويحقق كذلك الحد الأدنى المطلوب من الربح قدره "ر" وهو ما توضحه المعادلة التالية:

$$ك \times س = ث + ك \times م + ر$$

وبإجراء عمليات رياضية بسيطة على المعادلة السابقة نصل إلى:

$$ك = \frac{ث + ر}{س - م}$$

وإذا ما كان صافي الربح المطلوب تحقيقه ٢٠٠ ألف جنيه. فإن الحد الأدنى لحجم المبيعات الذي يشجع المستثمر على تأسيس الشركة، ينبغي ألا يقل عن ٣٠٠ ألف وحدة.

$$ك = \frac{٢٠٠٠٠٠ + ١٠٠٠٠٠٠}{٦ - ١} = ٣٠٠ \text{ ألف وحدة}$$

والآن ماذا لو أن حجم المبيعات المتوقع يزيد عن ٣٠٠ ألف وحدة؟ هنا قد يرغب المستثمر في الوقوف على الربح المتوقع، في ظل حجم المبيعات المحتمل. ولكي نسهل عليه الأمر، فسوف نقوم بتطوير المعادلة لتكون قيمة "ر" هي المتغير المجهول. وهو كما يلي:

$$ر = ك (س - م) - ث$$

فلو أن حجم المبيعات المتوقع ٦٠٠ ألف وحدة، يصبح الربح المتوقع ١,٤ مليون جنيه.

$$R = 600,000 - (10-6) = 1,400,000 = 1,4 \text{ مليون جنيه.}$$

يعاب على تحليل التعادل أنه يفترض أن الوحدات المنتجة تباع بنفس السعر، كما يفترض أن العلاقة خطية بين حجم المبيعات والتكلفة المتغيرة، وهذا قد لا يكون صحيحاً. فزيادة الإنتاج والمبيعات قد يصاحبها تشغيل العاملين وقتاً إضافياً بمعدلات أجر أعلى من المعدل العادي. كذلك فإن زيادة الإنتاج والمبيعات قد يساعد المنشأة في الحصول على خصم سعر أو خصم كمية على مشترياتها الإضافية. هذه بعض الأمثلة على مشاكل تحليل التعادل، وعلى القارئ الذي يبغى الاستزادة في هذا الصدد أن يلجأ إلى مراجع أخرى في الإدارة المالية وربما في المحاسبة الإدارية أيضاً. غير أن ما نريد أن نؤكد عليه، هو ضرورة الحذر في استخدام النتائج التي يسفر عنها هذا النوع من التحليل.

الخلاصة:

يعتبر التنبؤ دعامة أساسية من دعائم التخطيط، فهو ينبه الإدارة مقدماً إلى احتياجاتها المالية أو إلى احتمال وجود فائض. وفي الحالة الأولى ينبغي الحث عن البدائل المناسبة لتغطية تلك الاحتياجات، وفي الحالة الثانية ينبغي اتخاذ الإجراءات الملائمة للتصرف في الفائض. والفشل في مواجهة أي من الموقنين كفيل بأن يترك آثاراً سلبية على الهدف الذي تصبو إليه الإدارة وهو تعظيم ثروة الملاك.

ويسهم التنبؤ المالي في إعطاء صورة لما ستكون عليه أرباح المنشأة في المستقبل، وهذه بالطبع معلومة هامة تفيد الإدارة في التخطيط لتمويل احتياجاتها. فإذا كانت الأرباح كافية فقد تقرر المنشأة الاعتماد عليها لتمويل عملياتها بدلاً من الاقتراض.

يضاف إلى ذلك أن التحليل المالي للفترة المقبلة، باستخدام النسب المالية المتوقعة يوضح للإدارة مسبقاً ما سوف تكون عليه ربحية المنشأة ومركزها المالي في المستقبل. وإذا لم يحدث تحسن فيها فإن الأمر قد يقتضي إعادة النظر في تحقيق نوع من الرقابة المسبقة، أي الرقابة قبل الأحداث، التي تكشف الأخطاء قبل وقوعها حتى يتسنى اتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب.



الفصل السادس

تقييم المقترحات الاستثمارية

مقدمة:

من اهم القرارات التي يشترك فيها المدير المالي تلك التي تتعلق بربط المنشأة بأنواع معينة من المصروفات الرأسمالية، وهذه تحتاج الي تخطيط طويل الأجل يمتد الي عدد من السنين تتوقف على طبيعة الأصل الرأسمالي الذي يتم الانفاق عليه. ويتميز الأنفاق الرأسمالي بأن المبالغ التي يتضمنها تعتبر كبيرة الحجم كما أنها تؤثر على نتائج أعمال المنشأة لعدد من السنوات المقبلة مما يستلزم وجود تنبؤ طويل الأجل بأعمال المشروع^(١).

أولاً: طبيعة الاستثمارات الرأسمالية

إن المنشأة حين تنفق أموالاً في شراء المواد الأولية أو دفع أجور الأفراد أو صيانة آلة أو استبدال آلة بأخرى جديدة، إنما تهدف من وراء هذه الإنفاقات تحقيق عائد مناسب.

ومن هذه الناحية لا تختلف المصروفات الرأسمالية *Capital Expenditures* عن المصروفات التشغيلية *Operating Expenditures* فكلها تهدف الي الحصول على عائد مناسب على الأموال المنفقة، ولكن الاختلاف الرئيسي بينهما هو أن الإدارة تتوقع الحصول على عائد على الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة أي الاستثمارات الرأسمالية عادة ما يتم أو يكتمل بعد عدد من السنوات •

ومن المهم أن نلاحظ أن التفرقة بين المصروفات الرأسمالية والتشغيلية على هذا الأساس وإن كان مربحاً من الناحية النظرية إلا أن الأمر ليس دائماً كذلك من الناحية العملية.

فكثيراً ما نجد أن الضرورات العملية تتطلب أن تعامل الشركة بعض المصروفات ذات الطبيعة الرأسمالية على أنها مصروفات تشغيلية. فمثلاً نجد أن

(١) د. خليل سيد محمد الحساني ، التمويل والادارة المالية ، (سوهاج: بدون ناشر ، ٢٠١٣) ص

الأنفاق على حملة إعلانية كثيراً ما يعامل على أنه مصروفات تشغيلية تحمل الي حساب الأرباح والخسائر للعام الذي تم فيه الأنفاق، هذا على الرغم من أن العائد الذي تحصل عليه الشركة من مثل هذه الحملة الإعلانية عادة ما يمتد الي عدد من السنوات - إذا كانت الحملة الإعلانية ناجحة طبعاً - كذلك مصروفات الصيانة التي تتم على الآلات فالقاعدة طالما أن هذه المصروفات ستؤدي الي إطالة عمر الآلة أو الأصل يجب إضافتها الي قيمة الأصل ذاته أي اعتباره مصروفات رأسمالية. ولكن من السهل أن نتصور المشاكل العملية التي تعترض مثل هذه القاعدة في التطبيق، وكثيراً ما يحدث أن تتحد قيمة العناصر التي يمكن إدراجها ضمن الميزانية المصروفات الرأسمالية بمبلغ معين مثلاً (٢٠٠٠ ج) وما يقل عن هذه القيمة يستبعد من الميزانية وتعامل كمصروف تشغيل بغض النظر عن طبيعته. ويتم ذلك في العادة بهدف السرعة والتبسيط في عملية إعداد ميزانية المصروفات الرأسمالية التقديرية وهي اعتبارات تحتمها الظروف العملية في كثير من المنشآت.

ويتضح مما سبق أن المصروفات الرأسمالية تمثل استثمار الأموال في أصول تستخدمها المنشأة لفترات زمنية طويلة، بمعنى أن الأنفاق على هذه الأصول قد يتم في الفترة الحالية، ولكن العائد الذي تحققه المنشأة منها يستمر لفترة زمنية طويلة نسبياً، وهذا هو ما يميز المصروفات الرأسمالية عن مصروفات التشغيل، فرغم أن كليهما يعتبر استثمار للأموال - بمعنى أن يتم الحصول على العائد - إلا أن مصروف التشغيل يقتصر آثارها على فترة الأعمال الحالية ولا تتعداها. وعلى الرغم من أن المصروفات الرأسمالية تتخذ أشكالاً متعددة إلا أنها يمكن حصرها في الأنواع الثلاثة الآتية:

١. **إضافات رأسمالية:** وهي تمثل إضافة أصول ثابتة جديدة لزيادة الطاقة الإنتاجية دون أن يصاحب ذلك استبدال أو إحلال لأي عنصر من عناصر الطاقة الإنتاجية الحالية.
٢. **استبدالات رأسمالية:** وهي تمثل إحلال أو استبدال الأصول الثابتة المستهلكة بأخرى جديدة حتى لو لم يؤدي ذلك الي زيادة الطاقة الإنتاجية الموجودة.
٣. **تحسينات رأسمالية:** وهي تمثل المصروفات التي تحدث تغييراً فعلياً في الأصول الحالية من أجل تحسين ادائها مما يؤدي إلي زيادة الطاقة الإنتاجية الموجودة.

ومن المشاكل التي تواجهها الإدارة أحياناً بالنسبة للإنفاق الرأسمالي صعوبة تقدير العائد أو الإيرادات التي تتولد من بعض هذه الاستثمارات. فمثلاً قد تفكر الإدارة في استثمار بعض الأموال في بناء مساكن للعمال أو إنشاء نادي لهم أو الاهتمام بالفرق الرياضية التي تمثل الشركة هذه وغيرها من المصروفات الرأسمالية يصعب تحديد العائد منها والآثار المترتبة عليها، ومن ثم ليس من المستغرب أن الافتراضات التي تنطوي على مثل هذه الإنفاقات تحتاج الي جهد وتبريرات عديدة لإقناع الإدارة العليا والمدير المالي بجدوى القيام بها.

يوجد بعض العوامل التي تجعل الميزانيات الرأسمالية واحدة من اهم المجالات التي تشترك الإدارة المالية في عمل قرارات بخصوصها، ذلك ان حقيقة النتائج المرتبطة بالإنفاق الرأسمالي تمتد لفترة طويلة نسبياً بمعنى أن الشخص القائم باتخاذ القرارات الخاصة بهذا الإنفاق يفقد بعض المرونة عند اتخاذه لمثل هذه القرارات حيث أنه يرتبط بأصول المنشأة خلال فترة مستقبلية. فمثلاً شراء أصل ثابت يقدر عمره بحوالي عشر سنوات يتطلب الانتظار فترة طويلة قبل أن يعرف المسؤولين النتائج النهائية لمثل هذا القرار. فالقائم باتخاذ القرار في مثل هذه الحالة يجمد بعض أموال المنشأة لمدة عشرة سنوات، ويصبح بذلك رهينة لأحداث المستقبل.

إن التوسع في أصول المشروع يرتبط أساساً بالمبيعات المتوقعة في المستقبل، فالقرار الخاص بشراء أو إنشاء أصل ثابت سيستمر لمدة عشر سنوات، مثلاً يعني ضمناً وجود تنبؤ بالمبيعات لمدة عشر سنوات ومن ثم فإن عدم دقة التنبؤ بالمبيعات سيؤوي الي الاستثمار الزائد عن الحد أو الاستثمار الأقل من الحد في الأصول الثابتة، ولا شك أن التنبؤ الخاطئ باحتياجات المنشأة من الأصول الثابتة يترتب عليه نتائج خطيرة. فإذا قامت الشركة باستثمار أموال أكثر من اللازم في هذه الأصول فإن ذلك سيؤدي الي تحملها أعباء مصروفات كثيرة غير ضرورية. أما إذا لم تقم المنشأة بإنفاق القدر الكافي من الأموال في الأصول الثابتة فإن ذلك قد يؤدي من ناحية الي وجود آلات وتسهيلات غير حديثة لا تمكنها من الإنتاج على مستوى تنافس مع المنتجين الآخرين ومن ناحية أخرى فإن عدم توافر الطاقة الكافية قد يؤدي الي ضياع جزء من السوق وحصول الشركة المنافسة عليه. إن الحصول على العملاء الذين سبق أن افتقدتهم الشركة يتطلب في العادة القيام بإنفاق مصروفات بيعية كثيرة أو تخفيض سعر البيع أو الاثنين معاً.

ومن مشاكل الانفاق الرأسمالي أيضا تنظيم وتخطيط تواجد الأصول الرأسمالية المتاحة بطريقة مناسبة بحيث يأتي تتابعها في الوقت المناسب وهذا ينعكس بدون شك في إعداد الميزانية الرأسمالية التقديرية ، ففي إحدى شركات إنتاج طوب الزينة في الولايات المتحدة الأمريكية حاولت الشركة (أ)، تشتغل عند مستوى الطاقة العظمي معظم الوقت ولمدة أربعة سنوات كانت تحدث ارتفاعات مفاجئة على الطلب على منتجات الشركة ، ولكنها كانت تضطر الي خفض الطلبات نظراً لعدم توافر طاقة إنتاجية اضافية يمكن استخدامها ، وبعد حدوث زيادة كبيرة في الطلب قامت الشركة باستئجار مبني إضافي وشراء وتركيب المعدات اللازمة لتوسيع الطاقة الإنتاجية الحاضرة ولقد استغرقت هذه العملية حوالي ثمانية شهور . وبعد إتمام إضافة الطاقة الجديدة اكتشفت الشبكة أنه لا يوجد طلب على إنتاجها الإضافي حيث أن الشركات المنافسة كانت قد سبقتها في توسيع طاقتها الإنتاجية، واستولت بذلك على نصيب أكبر من السوق وبالتالي من الطلب الإضافي، ويوضح هذا المثال أنه إذا كانت الشركة قد قامت بالتنبؤ بالطلب بطريقة سليمة وبالتالي وضع خطة لتوسيع طاقتها الإنتاجية من مدة ثمانية شهور أو سنة مقدما لكان في إمكانها أن تحافظ على مركزها النسبي في السوق والحصول على نصيب أكبر من الطلب على السلع التي تنتجها.

إن التخطيط الجيد للاحتياجات الرأسمالية عن طريق إعداد الميزانيات الرأسمالية التقديرية يؤدي أيضا الي تنظيم أفضل للوقت الذي تُطلب فيه هذه الاحتياجات كما يؤدي إلي تحسين جودة الأصول المشتراة. أن الشركات لا تقوم عادة بطلب السلع الرأسمالية إلا بعد أن تري أن المبيعات بدأت تضغط على الطاقة الانتاجية المتاحة. ومثل هذا الموقف يحدث لعدد من الشركات في نفس الوقت فإن الشركات التي تقوم بإنتاج السلع الرأسمالية تنتقل من موقف كان يوجد عندها فيه طاقة عاطلة الي موقف لا تستطيع فيه مقابلة الطلبات التي تصلها، ومن ثم يحدث تأخير في تسلم السلع الرأسمالية التي تطلبها الشركات المختلفة وحيث أن إنتاج السلع الرأسمالية تأخذ فترة طويلة نسبياً في الإعداد والتخطيط للإنتاج فإن الشركات الطالبة قد تضطر الي الانتظار سنة أو أكثر للحصول على ما يلزمها من السلع الرأسمالية مما يكون له نتائج قد تكون غير مرغوبة.

وقد سبق أن وضحنا أن التوسع في الأصول الثابتة يتطلب في العادة إنفاق أموال طائلة وحينما تقوم الشركة بإنفاق هذه الأموال فإنها لا بد أن تضع الخطط المناسبة لذلك، حيث أن مثل هذه الأموال لا تكون متوفرة في أي وقت، وأن الشركة التي تضع برنامجاً لأنفاق رأسمالي كبير قد تحتاج الي ترتيب عملية التمويل لهذه الأموال لعدد من السنوات مقدماً حتى تتأكد من توفير الأموال اللازمة لعملية التوسع الرأسمالي في الوقت المناسب.

ثانياً: طرق المفاضلة بين الاقتراحات الرأسمالية البديلة

إن عدد الاقتراحات الخاصة بالإنفاق الرأسمالي في معظم المنشآت تفوق عادة مقدرتها على التمويل، ومن الضروري أن تكون لدي الإدارة وسيلة للمفاضلة بين الاقتراحات المختلفة بحيث يكون من الممكن ترتيب هذه الاقتراحات حسب أفضليتها للمنشأة. ومن الممكن في هذا المجال التفرقة بين نوعين من الاقتراحات الخاصة بالمشروعات الرأسمالية: اقتراحات متنافسة، واقتراحات مستقلة.

وتشير الاقتراحات المتنافسة إلى الطرق البديلة لأداء عمل معين، بحيث إذا تم اختبار إحدى الطرق لأداء عمل، فإن ذلك يعنى استخدام الطرق البديلة. فمثلا يمكن تحسين عملية مناولة المواد في مصنع للكيمياويات عن طريق استخدام السير المتحرك أو الجرارات الرافعة ولا شك أن استخدام السير المتحرك لتأدية هذا العمل يجعل استخدام الجرارات الرافعة أمرا غير ضروريا. ومن ثم يعتبر الاقتراح الخاص بالاستثمار في هاتين الطريقتين لنقل المواد يعتبر من الاقتراحات المتنافسة أو المتعارضة.

وتشير الاقتراحات المستقلة الي المعدات التي تدرسها الإدارة لأداء أنواع مختلفة من الأداء، أو لاستخدامها في مشروعات استثمارية مختلفة، بجانب حاجتها الي الاستثمار في وسيلة لمناولة المواد في المصنع قد تحتاج نفس الشركة الي شراء آلة لتغليف أو تعبئة المنتجات النهائية، في هذه الحالة نجد أن شراء سير متحرك أو جرار رافع لمناولة المواد يعتبر مستقلا عن الآلة المشتراة من أجل تغليف أو تعبئة المنتج النهائي. والمقصود بالاقتراحات المستقلة هنا هو الاستقلال الاقتصادي الذي يعنى أن العائد على مشروع استثماري معين لا يتأثر بوجود مشروع استثماري آخر، بمعنى أن كلا المشروعين ليس سببا في الإيرادات التي يحصل عليها المشروع الآخر. إن الأساس في عملية اعداد الميزانيات الرأسمالية

التقديرية هو اتخاذ قرارات النفاق الرأسمالي بشكل يؤدي الي جعل قيمة حقوق أصحاب المشروع اعلى ما يمكن. ولذلك فإن عملية إعداد الميزانيات الرأسمالية التقديرية تهدف الي الإجابة على السؤالين الآتيين:

١. أي الاقتراحات الاستثمارية المتنافسة يجب أن تختارها الإدارة؟
٢. ما هو عدد الاقتراحات الاستثمارية الكلي الذي يجب أن تقبله الإدارة لكي تزيد قيمة حقوق أصحاب المشروع الي أعلى حد ممكن؟

وفيما يلي نتناول أساليب تقييم المشروعات الاستثمارية مقسمة في مجموعتين: الأولى الأساليب التقليدية والثانية الأساليب المستحدثة:

المجموعة الأولى: الأساليب التقليدية

بفرض أن لدينا ستة مشروعات (أ، ب، ج، د، هـ، و) وأن لدينا التكلفة الأصلية لكل منهما، وكذلك الحصيلة الصافية المتوقعة خلال كل سنة من سنوات هذه المشروعات الاستثمارية كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول (١/٦)

تكلفة وحصيلة المشروعات البديلة

الإجمالي	الحصيلة النقدية الصافية في السنة			التكلفة الأصلية	المشروع
	الثالثة	الثانية	الأولى		
١٠٠٠	-	-	-	١٠٠٠	أ
١٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	١٠٠٠	ب
١٨٠٠	١٢٠٠	٤٠٠	٢٠٠	١٠٠٠	ج
١٦٠٠	٣٠٠	٣٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	د
١٥٠٠	٥٠٠	٤٠٠	٦٠٠	١٠٠٠	هـ
١٨٠٠	٢٠٠	٨٠٠	٨٠٠	١٠٠٠	و

كما أننا نفترض أن المشروعات متساوية من ناحية المخاطرة، وأن حصيلة النقدية المبينة في الجدول السابق هي الحصيلة الصافية بعد خصم الضرائب.

الطريقة الأولى: فترة الاسترداد *Payback Period*

فترة الاسترداد هي الفترة الزمنية التي يستغرقها التدفق النقدي لإيرادات الاستثمار لاسترداد قيمة الأنفاق الرأسمالي الأصلي ويمكن حساب فترة الاسترداد كما يلي:

أ- في حالة تساوي التدفقات السنوية للحصيلة
الأنفاق الرأسمالي

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{التدفق السنوي}}{\text{ب- في حالة عدم تساوي التدفق السنوي للحصيلة:}}$$

في هذه الحالة يتم إعداد مجتمع سنوي للحصيلة خلال سنوات الاستثمار ويمكن تحديد فترة الاسترداد بالمعادلة التالية:

$$\text{فترة الاسترداد} = \text{س} + \frac{\text{ت - م ق}}{\text{م ك - م ق}}$$

حيث:

س تعني رقم السنة المقابل لمجتمع السنة الأقل عائد عن تكلفة الاستثمار.

ت تكلفة الاستثمار.

م ق مجتمع العائد من الاستثمار الذي يقل عن تكلفة الاستثمار.

م ك مجتمع العائد الذي يزيد عن تكلفة الاستثمار.

وتقوم هذه الطريقة على أساس أن المشروعات التي تتميز بقصر فترة الاسترداد تعتبر هي الأفضل باعتبار أنه كلما استرد المشروع الأموال التي أنفقها بسرعة، ساعده ذلك على إعادة تشغيل هذه الأموال مرة أخرى، وتحقيق أرباح أو رد المبالغ المقترضة لأصحابها بسرعة بما يقلل من تكلفة الاقتراض، وبتطبيق طريقة فترة الاسترداد للإنفاق الاستثماري بالنسبة لكل مشروع، وكذلك ترتيب المشروعات تنازلياً ابتداء من الفترة الأقصر في الطول.

جدول (٢/٦)

حساب فترة الاسترداد

السنة	أ		ب		ج	
	التدفق	المجتمع	التدفق	المجتمع	التدفق	المجتمع
١	١٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢	-	-	١٠٠٠	٥٠٠	٦٠٠	٤٠٠
٣	-	-	١٥٠٠	٥٠٠	١٨٠٠	١٢٠٠
فترة الاسترداد	١		٢		٢,٣٣	
الترتيب	١		٤		٦	
السنة	د		هـ		و	
	التدفق	المجتمع	التدفق	المجتمع	التدفق	المجتمع
١	١٠٠٠	١٠٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٨٠٠	٨٠
٢	٣٠٠	١٣٠٠	١٠٠٠	٤٠٠	١٦٠٠	٨٠٠
٣	٣٠٠	١٦٠٠	١٥٠٠	٥٠٠	١٨٠٠	٢٠٠

١,٢٥	٢	١	فترة الاسترداد
٣	٤	١	الترتيب

وتتلخص مزايا هذه الطريقة في سهولة المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية، بالإضافة الي أنها تحقق قدرا كبير نسبيا من الأمان بالنسبة للاستثمار الذي يخضع للتقلبات والتغير التكنولوجي السريع. ففي مثل هذه الحالات يكون من الصعب التنبؤ بالمستقبل لفترة طويلة. بالإضافة الي ذلك فإن لطريقة فترة الاسترداد أهميتها في حالات التي يكون لعامل السيولة أهمية أكبر من أهمية عامل الربحية، كأن تكون الشركة تعاني عجزاً خطيراً في النقدية قد يعرضها للإفلاس.

وبالرغم من المزايا السابقة لطريقة فترة الاسترداد فإن لهذه الطريقة عدد من العيوب ، تتلخص في أنها تغفل الحصيلة المتوقعة بعد فترة الاسترداد، فهذه الطريقة تساوي بين المشروعين (أ) و (د) من ناحية فترة الاسترداد مع ان المشروع (د) يعتبر أفضل من (أ) على أساس أنه يحقق حصيلة بعد فترة الاسترداد على عكس المشروع (أ) الذي لا يحقق أي حصيلة بعد فترة الاسترداد ، مثلا تساوي هذه الطريقة بين المشروعين (ب) و (هـ) من ناحية فترة الاسترداد مع أن الحصيلة النقدية للسنة الأولى للمشروع (هـ) أكبر من الحصيلة النقدية للسنة الأولى للمشروع (ب) ، وبذلك يعتبر المشروع (هـ) أفضل لأنه يوفر قدرا أكبر من الاموال في السنوات الأولى من فترة الاسترداد.

الطريقة الثانية: العائد النقدي للجنه من المصروفات الرأسمالية

تعتمد هذه الطريقة على نسبة الحصيلة النقدية الإجمالية للمشروع الاستثماري المقترح الإنفاق الاستثماري عليه. بمعنى احتساب مقدار ما يغله الجنيه الواحد من المصروفات الرأسمالية من الإيرادات الكلية. وبالتالي تهتم بإجمالي الإيرادات النقدية التي تتولد من الاقتراحات الاستثمارية المختلفة، وهو أمر تهمله طريقة فترة الاسترداد. وفي المثال السابق يمكن تحديد نصيب الجنيه من الإنفاق الاستثماري من الحصيلة مع بيان ترتيب المشروعات تنازليا وفقاً لقيمة الحصيلة على النحو التالي:

جدول (٣/٦)
الجنيه إنفاق من إجمالي الحصيلة

الترتيب	حصيلة الجنية إنفاق من الحصيلة	الإنفاق الاستثماري	إجمالي الحصيلة	المشروع
٦	١,٠	١٠٠٠	١٠٠٠	أ
٤	١,٥	١٠٠٠	١٥٠٠	ب
١	١,٨	١٠٠٠	١٨٠٠	ج
٣	١,٦	١٠٠٠	١٦٠٠	د
٤	١,٥	١٠٠٠	١٥٠٠	هـ
١	١,٨	١٠٠٠	١٨٠٠	و

وطبقا لهذه النظرية فإن العائد النقدي للجنيه من المصروفات الرأسمالية في المشروع (أ) يمثل أسوأ البدائل، لا يدر الجنيه إلا مثله خلال فترة الاسترداد، ويمثل كلا من المشروعين (ج)، (و) أفضل البدائل، حيث يغل الجنيه المستثمر في كلا منهما ١,٨ جنية خلال فترة الاستثمار.

ويستخدم أحيانا متوسط العائد النقدي للجنية من المصروفات الرأسمالية كأساس للمقارنة بين المشروعات الاستثمارية بدلاً من إجمالي الإيرادات النقدية. وفي هذه الحالة تتم المفاضلة بين المشروعات الست السابقة عن طريق حساب نسبة متوسط العائد الإجمالي على عدد السنوات التي يدر فيها المشروع إيراد. وبذلك تكون المفاضلة بين المشروعات الست السابقة على النحو التالي:

جدول (٤/٦)

متوسط العائد النقدي السنوي للجنيه من المصروفات الرأسمالية

الترتيب	متوسط العائد السنوي للجنيه	الانفاق الاستثماري	متوسط العائد السنوي	إجمالي الحصيلة	المشروع
٦	٠,٣٣٣	١٠٠٠	٣٣٣	١٠٠٠	أ
٤	٠,٥٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	١٥٠٠	ب
١	٠,٦٠٠	١٠٠٠	٦٠٠	١٨٠٠	ج
٣	٠,٥٣٣	١٠٠٠	٥٣٣	١٦٠٠	د
٤	٠,٥٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	١٥٠٠	هـ
١	٠,٦٠٠	١٠٠٠	٦٠٠	١٨٠٠	و

وتغفل هذه الطريقة التوقيت الزمني للحصيلة على ترتيب المشروعات، فهي تساوى مثلاً بين المشروعين (ج)، (و) مع أن المشروع (و) يحقق حصيداً أكبر في السنتين الأولى والثانية عن المشروع (ج). ولذلك فإنه لا يجب استخدام هذه الطريقة إلا في حالة تساوى أعمار الاستثمارات التي يتم دراستها.

الطريقة الثالثة: متوسط عائد الاستثمار

وتقوم هذه الطريقة على نسب متوسط العائد إلى متوسط تكلفة الاستثمار والتي تحسب كالآتي:

$$\frac{\text{قيمة الأصول أو المدة} + \text{قيمة آخر المدة}}{2}$$

٢

بافتراض اتباع طريقه العسط السنوي السابق لإهلاك، وبدك يمكن استخراج جدول متوسط العائد كما يلي مبيناً به ترتيب المشروعات ترتيباً تنازلياً وفقاً لقيمة المتوسط:

جدول (٥/٦)

متوسط العائد للمشروعات البديلة

الترتيب	متوسط العائد	متوسط صافي الربح السنوي	الاهلاك السنوي	متوسط الحصيد	متوسط تكلفة الاستثمار	تكلفة الاستثمار آخر المدة	تكلفة الاستثمار أول المدة	المشروع
٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١
٦	صفر	صفر	١٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	أ
٤	٣٣٢%	١٦٦	٣٣٤	٥٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	ب
١	٥٣٢%	٢٦٦	٣٣٤	٦٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	ج
٣	٤٠٠%	٢٠٠	٣٣٤	٥٣٤	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	د
٤	٣٣٢%	١٦٦	٣٣٤	٥٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	هـ
١	٥٣٢%	٢٦٦	٣٣٤	٦٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	و

ويتضح من الجدول السابق أن هذه الطريقة تسوى بين المشروعين (ب)، (هـ) رغم وضوح أفضلية المشروع (هـ)، حيث أنه تحقق في السنة الأولى حصيداً أكبر من التي يحققها المشروع (ب)، وبذلك فهي تهمل أيضاً عامل التوقيت الزمني للحصيد:

المجموعة الثانية: الطرق المستحدثة:

يلاحظ أن الطرق السابقة التي تشير إلى الأساليب التقليدية في تقييم المشروعات الاستثمارية، كانت تساوى بين مشروعين رغم افضلية واحد منها على الآخر وكان من أهم أوجه النقد الموجهة لمعظم هذه الطرق هو اهمالها العنصر التوقيت الزمني للحصيلة النقدية، فطريقة فترة الاسترداد تهتم بالحصيلة قبل فترة الاسترداد وتتجاهل الحصيلة التي تتحقق بعد ذلك.

أما الطرق الأخرى فكلها تنسب الحصيلة النقدية إلى عناصر معينة مثل التكلفة الأصلية للاستثمار أو متوسط الاستثمار أو عدد سنوات فترة الاسترداد متجاهلة توقيت الحصيلة النقدية.

ولذلك ظهرت الطرق المستحدثة لتستخدم اسماً جديداً لتقييم الحصيلة النقدية تعتمد على فكرة القيمة الزمنية للنقود، وتقوم فكرة القيمة الزمنية للنقود على أساس أن الجنيه الذي يتحقق بعد عام لا يساوى الجنيه الذي يتحقق اليوم لأن الجنيه المتحقق يمكن استثماره خلال العام القادم وتحصيل عائد لذلك. كذلك فإن القيمة الحالية والتي تتوقف على عدد سنوات فترة الاسترداد وسعر الفائدة تتناقص كلما طالت الفترة التي سيتحقق في نهايتها المبلغ أو كلما ارتفع سعر الفائدة خلال الفترة.

الطريقة الأولى: طريقة صافي القيمة الحالية

تقوم طريقة صافي القيمة الحالية على أساس إيجاد القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المتوقعة لاستثمار معين، مخصومة عند معدل معين يمثل تكلفة رأس المال، وي طرح من هذه القيمة تكلفة الاستثمار المبدئية أو الأصلية، فإذا كان صافي القيمة الحالية موجب فإنه يجب قبول المشروع الاستثماري، أما إذا كان سالباً فإنه لا بد من رفضه. وإذا كانت الافتراضات الاستثمارية تمثل مشروعاً متنافساً، فإن المشروع الذي يحقق صافي قيمة حالية أعلى هو الذي يجب اختياره. ويمكن التعبير عن معادلة صافي القيمة الحالية كما يلي:

صافي القيمة الحالية

$$= \frac{أ_١}{(ك+١)} + \frac{أ_٢}{٢(ك+١)} + \dots + \frac{أ_ن}{ن(ك+١)} - \frac{ت}{س}$$

$$= \frac{\Sigma}{س} - ت$$

حيث: أس تمثل صافي الأيراد النقدي في سنة س
س = ١
ن (أ + ك)

ك	تمثل معدل تكلفة رأس المال
ت	تمثل تكلفة الاستثمار الأصلية
ن	تمثل عمر المشروع المتوقع

ويتم حساب القيمة الحالية لتدفقات الإيرادات السنوية عن طريق حساب القيمة الحالية للجنيه الواحد من حصة الإيرادات النقدية السنوية عن سعر فائدة معين (يمثل معدل تكلفة رأس المال) وحساب القيمة الحالية لإجمالي الإيرادات عن كل سنة ثم جمع القيم الحالية للإيرادات في كل سنة من سنوات عمر الاستثمار للحصول على القيمة الحالية لإجمالي الإيرادات التي يحققها المشروع.

وبالرجوع إلى المثال المستخدم في مناقشتنا للأساليب التقليدية، وبافتراض أن معدل تكلفة رأس المال في الشركة يقدر بحوالي ١٠% فإن حساب صافي القيمة الحالية للمشروعات يكون على النحو التالي:

جدول (٦/٦) صافي القيمة الحالية للمشروعات البديلة

السنة	الحصيلة السنوية	القيمة الحالية للجنيه بمعدل ١٠%	القيمة الحالية للحصيلة السنوية	صافي القيمة الحالية
المشروع الأول (أ)	١٠٠٠	٩١%	٩١٠	(٩٠)
أجمالي	-	-	-	-
المشروع (ب)	٥٠٠	٠,٩١	٤٥٥	٢٤٥
١	٥٠٠	٠,٨٣	٤١٥	
٢	٥٠٠	٠,٧٥	٣٧٥	
٣	-	-	١٢٤٥	إجمالي
المشروع (ج)	٢٠٠	٠,٩١	١٨٢	٤١٤
١	٤٠٠	٠,٨٣	٣٣٢	
٢	١٢٠٠	٠,٧٥	٩٠٠	
٣	-	-	١٤١٤	إجمالي
المشروع (د)	١٠٠٠	٠,٩١	٩١٠	٣٨٤
١	٣٠٠	٠,٨٣	٢٤٩	
٢	٣٠٠	٠,٧٥	٢٢٥	
٣	-	-	١٣٨٤	إجمالي
المشروع (هـ)	٦٠٠	٠,٩١	٥٤٦	٢٥٣
١	٤٠٠	٠,٨٣	٣٣٢	
٢	٥٠٠	٠,٧٥	٣٧٥	
٣	-	-	١٢٥٣	إجمالي
المشروع (و)	٨٠٠	٠,٩١	٧٢٨	٥٤٢
١	٨٠٠	٠,٨٣	٦٦٤	
٢	٢٠٠	٠,٧٥	١٥٠	
٣	-	-	١٥٤٢	إجمالي

ومن الجدول السابق يتضح ان المشروع (و) هو أفضل المشروعات حيث يحقق أعلى صافي قيمة حالية، في حين لا يمكن قبول المشروع (أ) بأي حال من الأحوال حيث يعطى صافي قيمة حالة سالبة، ولا شك أن هذه الطريقة أكثر موضوعية في ترتيب المشروعات لمراعاتها القيمة الزمنية للنقود خلال فترة الاستثمار ومن ثم لا يوجد مشروعان متماثلان في الترتيب طبقاً لأساس التقييم بالمشروعات.

الطريقة الثانية: طريقة معدل العائد الداخلي: *Internal rate of Return*

معدل العائد الداخلي هو عبارة عن معدل الفائدة الذي يجعل القيمة الحالية للإيرادات المتوقعة في المستقبل من الاقتراح الاستثماري مساوية للقيمة الحالية للاستثمار المبدئي اللازم لهذا الاقتراح. وبمعنى آخر، فإن هذه الطريقة تهدف للوصول إلى أقصى سعر فائدة يمكن للاقتراح الاستثماري دفعه على الأموال المستثمر مع استرداد الاستثمار بالكامل في نهاية الحياة الانتاجية للاقتراح.

ويمكن التعبير عن معادلة معدل العائد الداخلي كما يلي:

$$ت = \frac{أ_١}{(ف + ١)} + \frac{أ_٢}{(ف + ١)^٢} + \dots + \frac{أ_٧}{(ف + ١)^٧}$$

$$ت = \frac{\sum_{١=١}^٧ أ_١}{س = ١}$$

وهناك سعر فائدة معين (ف) سيؤدي إلى جعل الإيرادات النقدية والمقصومة مساوية لتكلفة المشروع الأصلية وسعر الفائدة هذا يسمى معدل العائد الداخلي. ويلاحظ أن هذه المعادلة هي نفسها معادلة صافي القيمة الحالية السابقة تحمل من أجل إيجاد قيمة (ك) التي تجعل صافي القيمة الحالية تساوى صفراً.

ويتم إيجاد معدل العائد الداخلي عن طريق التجربة والخطأ حيث تحسب القيمة الحالية بتكلفة الاستثمار وإذا كانت القيمة الحالية أعلى من التكلفة نجرب معدل فائدة آخر أعلى، وهكذا نصل إلى معدل فائدة يساوي القيمتين ويمكن بيان حساب معدل العائد الداخلي للمشروعات في المثال السابق على النحو التالي:

جدول (٧/٦) معدل العائد الداخلي للمشروعات البديلة

السنة	الحصيلة السنوية	معدل فائدة ١٥ %			معدل فائدة ٢٠ %		
		القيمة الحالية للجنه	القيمة الحالية للحصيلة السنوية	صافي القيمة الحالية	القيمة الحالية للجنه	القيمة الحالية للحصيلة السنوية	صافي القيمة الحالية
المشروع (أ)							
١	١٠٠٠	٠,٨٧	٠,٨٧٠	(١٣٠)	٠,٨٣٠	٨٣٠	(١٧٠)
٢	-	-	-	-	-	-	-
٣	-	-	-	-	-	-	-
الإجمالي	-	-	-	-	-	-	-
المشروع (ب)							
١	٥٠٠	٠,٨٧	٤٣٥	-	٠,٨٣٠	٤١٥	-
٢	٥٠٠	٠,٧٦	٣٨٠	-	٠,٦٩٠	٣٤٥	-
٣	٥٠٠	٠,٦٦	٣٣٠	-	٠,٥٨٠	٢٩٠	-
الإجمالي	-	-	١١٤٥	١٤٥	-	١٠٥٠	٥٠
المشروع (ج)							
١	٢٠٠	٠,٨٧٠	١٧٤	-	٠,٨٣٠	١٦٦	-
٢	٤٠٠	٠,٧٦٠	٣٠٤	-	٠,٦٩٠	٢٧٦	-
٣	١٢٠٠	٠,٦٦٠	٧٩٢	-	٠,٥٨٠	٦٩٦	-
الإجمالي	-	-	١٢٧٠	٢٧٠	-	١١٣٨	١٣٨
المشروع (د)							
١	١٠٠٠	٠,٨٧٠	٨٧٠	-	٠,٨٣٠	٨٣٠	-
٢	٣٠٠	٠,٧٦٠	٢٢٨	-	٠,٦٩٠	٢٠٧	-
٣	٣٠٠	٠,٦٦٠	١٩٨	-	٠,٥٨٠	١٧٤	-
الإجمالي	-	-	١٢٩٦	٢٩٦	-	١٢١١	٢١١
المشروع (هـ)							
١	٦٠٠	٠,٨٧٠	٥٢٢	-	٠,٨٣٠	٤٩٨	-
٢	٤٠٠	٠,٧٦٠	٣٠٤	-	٠,٦٩٠	٢٧٦	-
٣	٥٠٠	٠,٦٦٠	٣٣٠	-	٠,٥٨٠	٢٩٠	-
الإجمالي	-	-	١١٥٦	١٥٦	-	١٠٦٤	٦٤
المشروع (و)							
١	٨٠٠	٠,٨٧٠	٦٩٦	-	٠,٨٣٠	٦٦٤	-
٢	٨٠٠	٠,٧٦٠	٦٠٨	-	٠,٦٩٠	٥٥٢	-
٣	٢٠٠	٠,٦٦٠	١٣٢	-	٠,٥٨٠	١٦٦	-
الإجمالي	-	-	١٤٦	٢٣٦	-	١٣٣٢	٣٣٢

ومن الجدول السابق يتضح ان المشروع (أ) يحقق خسائر عند معدل فائدة ١٥% بمعنى أن معدل العائد المتوقع للاستثمار يقل عن ١٥% بل يقل عن ١٠% كما اتضح في طريقة صافي القيمة الحالية، بينما تحقق المشروعات الخمسة الأخيرة معدلات عائد داخلي يزيد عن ٢٠%، ولكن نحدد معدل العائد الداخلي

الذي يجعل صافي القيمة الحالية للحصيلة السنوية يساوى صفر، نحاول تجريب معدل فائدة ٣٠%. وبتطبيق الخطوات السابقة في جدول (٧/٦) نتوصل إلى النتائج الموضحة بالجدول التالي:

جدول (٨/٦) معدل العائد الداخلي للمشروعات عند معدل فائدة ٣٠ %

الترتيب	صافي القيمة الحالية للحصيلة	القيمة الحالية للحصيلة	تكلفة الاستثمار	المشروع
٥	(١٢)	٩٠,٨	١٠٠٠	ب
٣	(٦٣,٤)	٩٣٦,٦	١٠٠٠	ج
٢	٨٣,١	١٠٨٣,١	١٠٠٠	د
٤	(٧٤,٣)	٩٢٥,٧	١٠٠٠	هـ
١	١٧٩,٨	١١٧٩,٨	١٠٠٠	و

➤ القيمة الحالية للجنيه عند معدل فائدة ٣٠% لعدد ثلاث سنوات كالآتي:

السنة الأولى	٠,٧٦٩
السنة الثانية	٠,٥٩٢
السنة الثالثة	٠,٤٥٥

وتشير بيانات الجدول السابق (٨/٦) إلى ان المشروع (ب) ، (ج) ، (هـ) غير مقبولة عند اختيار معدل فائدة قدره ٣٠% بمعنى ان المعدل الداخلي للعائد في هذه المشروعات يقل عن ٣٠% و يتضح ايضاً أن المشروعين (و) ، (د) يمكن المفاضلة بينهما ، حيث المشروع (و) يعطى صافي قيمة حالة للحصيلة السنوية عند معدل فائدة ٣٠% أعلى من تلك التي يعطيها المشروع (د) مما يتطلب إعادة التجربة عند معدل فائدة أعلى وليكن ٤٠% وبتطبيق الخطوات السابقة على التدفقات السنوية للحصيلة والقيمة الحالية للجنيه عند معدل فائدة ٤٠% نجد ان صافي القيمة الحالية للمشروع (د) سالباً (٢٤,٨) في حين يكون صافي القيمة الحالية بالنسبة للمشروع (هـ) ما يزال موجباً (٥٢) ، وهنا لا يمكن قبول المشروع (د) بالإضافة إلى عدم قبول المشروعات الأخرى باستثناء المشروع (هـ) أكبر من ٤٠% ، فإذا أخذنا معدل فائدة ٤٥% مثلاً نجد ان صافي القيمة الحالية تقترب من الصفر (٥,٦) مما يعني أن معدل العائد الداخلي للمشروع (هـ) يقدر بحوالي ٤٦% .

والسؤال الذي قد نثيره الآن هو عن أهمية معدل العائد الداخلي. أن معرفتنا لمعدل العائد الداخلي وتكلفة الحصول على الاموال اللازمة للاستثمار تمكنا من تقرير ما إذا كان الاقتراح الاستثماري الذي يبلغ تكلفته الأصلية ١٠٠٠ جنيه مقبولاً من الناحية المالية أم لا؟

نفترض مثلاً أن الشركة التي تفاضل بين المشروعات البديلة في المثال السابق تحصل على كل رأس مالها عن طريق الاقتراض من البنوك، وكان معدل الفائدة ٢٠% فإن هذا المشروع لا يمكن ان تختار المشروع (أ) لأن معدل العائد الداخلي للاستثمار في هذا المشروع يقل عن تكلفة رأس المال. كما أن تحديد معدل العائد الداخلي للمشروعات البديلة، يساعد على ترتيبها طبقاً لقدرتها على تحقيق الربحية. بحيث يمكن ادخال التكلفة التقديرية للأموال كنقطة قطع للاقتراحات الاستثمارية التي يمكن قبولها وهي تلك التي يمكن معدل عائدها أعلى من تكلفة الاموال. وهكذا نجد أن هذه الطريقة تأخذ كل العوامل المحددة للقيمة المالية للاقتراح في الحسبان بشكل صريح بحيث يتم هذا التحديد بمعزل عن الاعتبارات الخارجية ومن بينها تكلفة الأموال اللازمة لتنفيذ هذا الاقتراح، إذ يقتصر دورها على المرحلة الأخيرة من عملية التحليل بعد أن تكون الاقتراحات قد قدرت قيمتها المالية فعلاً.

الطريقة الثالثة: طريقة نسبة المنافع الى التكاليف (معامل الربحية) *Profitability Index*

تشبه هذه الطريقة إلى حد كبير طريقة صافي القيمة الحالية، ونظراً لأن الاقتراحات الاستثمارية قد تختلف فيما تتعلق بقيمة الاستثمار المبدئي أو الأصلي الا انهم لا ينفذوا الاقتراح وكذلك فيما يتعلق بحصيلة الإيرادات النقدية التي يتوقع أن يحققها فإن تقييم هذه الاقتراحات وترتيبها على اساس طريقة صافي القيمة الحالية قد تكون أمراً صعباً لحد كبير ومن الأفضل في هذه الحالة أن تقوم بحساب معامل الربحية لكل اقتراح استثماري مما يسهل عملية التقييم والمفاضلة بين الاقتراحات المختلفة. ويتم حساب معامل الربحية عن طريق قسمة القيمة الحالية للإيرادات المستقبلية (مخصومة عند معدل تكلفة رأس المال) على القيمة الحالية لتكلفة الأنفاق الاستثماري كما يلي:

$$\text{معامل الربحية} = \frac{\sum_{\text{ن}} \text{أس}}{\text{س} (1 + \text{ك})^{\text{ن}}}$$

$$\text{القيمة الحالية للاستثمار (تكلفة الاستثمار)}$$

وفى المثال السابق نجد أن كل اقتراح استثماري يحتاج لمبلغ ١٠٠٠ جنيه ويعطى إيرادات نقدية قيمتها الحالية (مخصومة من معدل ١٠٪) وهو يمثل تكلفة رأس المال) على النحو التالي:

المشروع	أ	ب	ج	د	هـ	و
القيمة الحالية	٩١٠	١٢٤٥	١٤١٤	١٣٨٤	١٢٥٣	١٥٤٢

ولذلك فإن معامل الربحية لهذه المشروعات يكون على النحو التالي:

جدول (٩/٦) معامل الربحية للمشاريع البديلة

المشروع	أ	ب	ج	د	هـ	و
تكلفة الاستثمار	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠
القيمة الحالية للحصيلة	٩١٠	١٢٤٥	١٤١٤	١٣٨٤	١٢٥٣	١٥٤٢
معامل الربحية	٠,٩١	١,٢٤٥	١,٤١٤	١,٣٨٤	١,٢٥٣	١,٥٤٢
الترتيب	٦	٥	٢	٣	٤	١

وكقاعدة عامة فإن المشروعات الاستثمارية المستقلة يجب أن تقبل إذا كان معامل الربحية لها يزيد عن الواحد الصحيح. ومن ثم فإن هذه المشروعات إذا كانت مستقلة يجب استبعاد المشروع (أ) وقبول المشروعات الخمسة الأخيرة، وأما إذا كانت مانعة أي متنافسة فإن المشروع (و) هو الذي سيقع عليه الاختيار.

وبمقارنة الطرق الثلاثة الأخيرة - صافي القيمة الحالية ، معدل العائد الداخلي ومعامل الربحية - فإننا نجد أنه تحت الظروف العادية فإن هذه الطرق سوف تعطى نفس النتائج فيما يتعلق بترتيب الاقتراحات الاستثمارية المتعارضة ،

وبالتالي فإن استعمال أي من هذه الطرق سيؤدي إلى اختيار نفس المشروعات حينما تقوم الإدارة بالاختيار بين مشروعات متناقضة ، كما أن الطرق الثلاثة تعطي عادة نتائج متشابهة فيما يتعلق بتحديد أي المشروعات في قائمة الاقتراحات الاستثمارية يتم قبولها وبالتالي تعطي نفس الإجابة بخصوص مشكلة تحديد حجم ميزانية المصروفات الرأسمالية . ومع ذلك فإن هذه الطرق الثلاثة سوف تختلف في ترتيبها لافتراضين استثماريين إذا توافرت أي من الأوضاع التالية:

أ- خصائص تتعلق بالمشروع الاستثماري ومن أهمها:

- (١) إذا كانت التدفقات النقدية لأحد المشروعين تتزايد مع الوقت بينما تتناقص تدفقات المشروع الآخر.
- (٢) إذا كانت الأسعار المتوقعة للمشروعين تختلف اختلافاً جوهرياً.
- (٣) إذا كانت تكلفة أحد المشروعين تختلف بدرجة كبيرة عن تكلفة المشروع الآخر.

ب- خصائص تتعلق بالمنشأة المستثمرة ومن أهمها:

- (١) إذا كانت فرص الاستثمار في المستقبل يتوقع أن تكون مختلفة بدرجة كبيرة عما هي عليه هذا العام واتجاه التغيير (سواء كان لأفضل أو لأسوأ) معروف.
- (٢) إذا كانت الشركة تقوم باستثمار بمعدل مرتفع جداً بحيث يكون منحى التكلفة الحدية لرأس المال منحدرًا بشدة لأعلى.
- (٣) إذا كان هناك تخصيص لرأس المال كما سنرى فيما بعد.

تحديد التدفقات النقدية للاقتراحات الاستثمارية:

يمكن تحديد التدفقات النقدية الخاصة بمشروع استثماري معين عن طريق النظر إليها من وجهة نظر قوائم الدخل المقارنة *Comparative Income Statements* ويمكن توضيح ذلك باستخدام المثال المبسط التالي للشركة
س ص ع الصناعية.

لقد قامت الشركة منذ خمس سنوات بشراء آلة بمبلغ ٧٥٠٠ جنيهه ويقدر عمرها الإنتاجي عند الشراء بحوالي ١٥ سنة، وتقدر قيمتها كخردة في نهاية تلك الفترة بصفر وتستهلك الآلة على أساس القسط الثابت، وقيمتها الدفترية لأن تبلغ

٥٠٠٠ جنيه، وقد تقدم مدير الإنتاج بتقرير إلى الإدارة العليا بإمكانية شراء آلة جديدة تبلغ قيمتها ١٠,٠٠٠ جنيه (بما فيها تكاليف التركيب والانشاء)، يقدر عمرها الإنتاجي بحوالي ١٠ سنوات وسوف تؤدي إلى زيادة المبيعات من ١٠,٠٠٠ إلى ١١,٠٠٠ جنيه خلال الفترة. بالإضافة إلى ذلك فإن الآلة الجديدة ستؤدي إلى خفض العمالة والمواد الأولية المستخدمة بدرجة تكفي لخفض تكاليف التشغيل من ٧٠٠٠ جنيه إلى ٥٠٠٠ جنيه، ويقدر ثمن الآلة القديمة في السوق حالياً بمبلغ ١٠٠٠ جنيه. وتقدر الضرائب بمعدل ٥٠% وتدفع كل ربع سنة، وتبلغ تكلفة رأس المال بالشركة ١٠%. والسؤال الآن هو: هل من مصلحة الشركة شراء الآلة الجديدة؟

إن هذا القرار يتطلب القيام بثلاث خطوات:

أولاً: تقدير الانفاق النقدي الفعلي المتعلقة بهذا الاستثمار.

ثانياً: تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية *Interdental cash flows*

ثالثاً: تحديد ما إذا كان معدل العائد الداخلي يزيد عن تكلفة رأس المال، أو ما إذا كان صافي القيمة الحالية موجباً، أو ما إذا كان معامل الربحية أكبر من واحد صحيح.

ويمكن بيان هذه الخطوات بالتفصيل فيما يلي:

(١) تقدير الانفاق النقدي للاستثمار:

أن الشركة س ص ع ستدفع ١٠,٠٠٠ جنيه لمنتج الآلة الجديدة، ولكنها ستخفض من قيمة الضرائب التي ستدفعها خلال ربع السنة التالي بمقدار ٢٠٠٠ جنيه وينتج هذا التخفيض من الضرائب في الآلة القديمة والتي تبلغ قيمتها الدفترية الآن ٥٠٠٠ جنيه ستخفض قيمتها فوراً إلى ١٠٠٠ جنيه وهو ثمن بيعها في السوق الآن.

ولتوضيح ذلك نفترض أن دخل الشركة خلال ربع السنة الذي سيتم فيه شراء الآلة الجديدة سيصل إلى ١٠٠,٠٠٠ جنيه بدون شراء الآلة الجديدة وهو ما يتبع

ذلك من تخفيض قيمة الآلة القديمة وحيث أن معدل الضرائب ٥٠% فإن الشركة تقوم بدفع مبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيه لمصلحة الضرائب. ولكن إذا قامت لشركة بشراء الآلة الجديدة وبيع الآلة القديمة فإنها ستحمل حساب الأرباح والخسائر بمبلغ ٤٠٠٠ جنيه خسارة تشغيل **Operating Loss** وهذه تعتبر خسارة تشغيل وليست خسارة رأس مالية، لأنها تمثل في الواقع إدراك بأن اقساط الاهلاك - وهي مصروفات تشغيل - كانت أقل مما يجب خلال حياة الآلة القديمة في السنوات الخمسة الماضية. فإذا حملنا حساب الأرباح والخسائر بمبلغ ٤٠٠٠ جنيه مصروفات تشغيل اضافية، فإن الدخل الخاضع للضريبة ستنخفض من ١٠٠,٠٠٠ جنيه إلى ٩٦,٠٠٠ جنيه، وبالتالي تنخفض قيمة الضرائب التي ستدفعها الشركة من ٥٠,٠٠٠ جنيه إلى ٤٨,٠٠٠ جنيه. وهذا يعنى بالطبع أن التدفقات النقدية الخارجية من الشركة لغرض الضرائب ستنخفض بمبلغ ٢٠٠٠ جنيه بسبب شراء الآلة الجديدة. بالإضافة إلى ذلك يوجد تدفق نقدي داخل للشركة يبلغ ١٠٠٠ جنيه ناتج من بيع الآلة القديمة. والنتيجة إذن هي ان شراء الآلة الجديدة يتضمن إنفاقاً نقدياً يبلغ ٧٠٠٠ جنيه، وهذه القيمة تمثل تكلفة الآلة الجديدة فيما يتعلق بغرض الميزانية الرأسمالية التقديرية على النحو التالي:

سعر الفاتورة الجديدة	=	١٠٠٠٠٠	جنيه
ناقص: وفورات ضرائب	=	٢٠٠٠٠	جنيه
ثمن بيع الآلة القديمة	=	١٠٠٠٠	جنيه
صافي التدفق النقدي الخارج	=	٧٠٠٠٠	جنيه

٢) القيمة الحالية للمنافع أو التدفقات النقدية:

يمكن بيان أثر الاستثمار في الآلة الجديدة عن طريق مقارنة قائمة الدخل التقديرية في حالة شراء الآلة الجديدة وفي حالة عدم شرائها، وذلك كما يلي:

في حالة شراء الآلة الجديدة	في حالة عدم شراء الآلة	
١١٠٠٠ ج	١٠٠٠٠ ج	المبيعات
٥٠٠٠ ج	٧٠٠٠ ج	- مصروفات التشغيل
١٠٠٠ ج	٥٠٠ ج	اهلاك (هـ)
٥٠٠٠ ج	٢٥٠٠ ج	الدخل الخاضع للضريبة

ج ٢٥٠٠	ج ١٢٥٠	- ضريبة الدخل
ج ١٠٠٠ + ٢٥٠٠	ج ٥٠٠ + ١٢٥٠	الأرباح بعد الضريبة + (الإهلاك)

مقدار التغير في التدفق النقدي الداخل = $١٧٥٠ - ٣٥٠٠ = ١٧٥٠$ ج
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة = $١٧٥٠ \times ٦١٤٥ = ١٠٧٥٤$ جنيه
يطرح صافي التدفق النقدي الداخل = ٧٠٠٠ جنيه
صافي القيمة الحالية = ٣٧٥٤ جنيه

ويلاحظ أن هذه القائمة المقارنة لم تظهر أثر بيع الآلة القديمة حيث أن هذا الأثر قد يأخذ في الحسبان عند تقدير الانفاق النقدي على الآلة الجديدة ونفترض أن أرقام قائمة الدخل المقارنة تنطبق على كل من السنوات العشر المقبلة، أما إذا كان الوضع غير ذلك بحيث تختلف التقديرات من سنة لآخرى فمن الضروري في هذه الحالة أعداد تقديرات المتدفقات النقدية في كل سنة. إن الفرق بين تقديرات التدفق النقدي في حالة شراء الآلة الجديدة وفي حالة عدم شرائها ويبلغ ١٧٥٠ جنيه يمثل التدفق النقدي الإضافي *Interdental Cash Flow* الذي يحققه شراء الآلة الجديدة ويمثل ذلك سلسلة المنافع التي يتم خصمها بمعدل تكلفة رأس المال.

فإذا افترضنا أن تكلفة رأس المال تقدر لحوالي ١٠% فإنه بالكشف في جداول الفائدة نجد أن القيمة الحالية لدفعة سنوية متساوية قدرها جنيه لمدة عشر سنوات بمعدل ١٠% تعطى معامل فائدة قدره $٦,١٤٥$ جنيه، وبضرب هذه القيمة في التدفق النقدي الإضافي ويبلغ ١٧٥٠ ج نحصل على القيمة الحالية للتدفقات النقدية للاستثمار في الآلة الجديدة ويبلغ $١٠,٨٦٥$ جنيه.

(٣) صافي القيمة الحالية:

نحصل على قيمة صافي القيمة الحالية عن طريق طرح تكلفة الآلة الجديدة (٧٠٠٠ جنيه) من القيمة الحالية للتدفقات النقدية (١٠٧٥٤ جنيه) ويبلغ في هذه الحالة ٣٧٥٤ جنيه.

وحيث أن رقم صافي القيمة الحالية موجب، فإن الشركة يجب أن تقوم بشراء الآلة الجديدة.

وبدلاً من استخدام القوائم المقارنة يمكن اتباع مدخل الجداول في عمل الحسابات الخاصة بقرارات اهلاك استثمار (آلة قديمة) باستثمار (آلة جديدة) وذلك كما يلي:

جدول (١٠/٦) مقارنة منافع المشروعات عند الاهلاك

بيان	القيمة قبل الضريبة	القيمة بعد الضريبة	عدد سنوات الاستثمار	معامل القيمة الحالية للجنه بمعدل ١٠%	القيمة الحالية
	جنه	جنه	جنه	جنه	جنه
التدفقات الخارجة عند تقرير الاستثمار					
الاستثمار في الآلة الجديدة	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	--	١	١٠٠٠٠
قيمة الخردة للآلة القديمة	(١٠٠٠)	(١٠٠٠)	--	١	(١٠٠٠)
الوفورات الضرورية عند البيع	(٤٠٠٠)	(٢٠٠٠)	--	١	(٢٠٠٠)
أجمالي التدفق الخارج					٧٠٠٠
التدفقات الداخلة (الايادات السنوية)					
زيادة المبيعات - خفض التكاليف	٣٠٠٠	١٥٠٠	١ - ١٠	٦,١٤٥	٩٢١٧
الاهلاك للآلة الجديدة	١٠٠٠	٥٠٠	١ - ١٠	٦,١٤٥	٣٠٧٣
الإهلاك للآلة القديمة	(٥٠٠)	(٢٥٠)	١ - ١٠	٦,١٤٥	(١٥٣٦)
أجمالي التدفق الداخل (القيمة المنافع)					١٠٧٥٤
صافي القيمة الحالية للتدفق النقدي					٣٧٥٤

ويوضح الجدول (١٠/٦) المقارنة بين المنافع واتخاذ قرارات الاهلاك الاستثماري حيث يلاحظ ان التدفقات الخارجة في الجزء الأعلى من الجدول تحدث في الحال وقت حدوث الاستثمار الجديد، ولذلك لا تحتاج الى خصمها عند سعر فائدة معين، ومن ثم يكون معامل القيم الحالية واحد صحيح. وقد أوضحنا من قبل أن مبلغ ٤٠٠٠ جنيه التي ستخسرهما الشركة في الآلة القديمة ستحقق خفضاً في الضرائب قدره ٢٠٠٠ جنيه يتم طرحه من ثمن الآلة الجديدة بالإضافة إلى ذلك فإن مبلغ ١٠٠٠ جنيه يعتبر استرداد لاستثمار رأسمالي ولا يخضع

لضريبة الدخل، وبالتالي فإن قيمة الخردة للألة القديمة ولا تحتاج إلى إجراء تعديل ضريبي عليها.

والجزء الأسفل من الجدول يوضح أن الإيرادات تزداد بمقدار ٣٠٠٠ جنيه سنوياً - تشمل زيادة في المبيعات بمقدار ١٠٠٠ جنيه مضافاً إليها انخفاض في التكاليف ٢٠٠٠ جنيه. و هذه الزيادة في الإيرادات تخضع للضريبة - وإذا كان معدل الضريبة ٥٠% - فإن المنابع بعد الضريبة تبلغ ١٥٠٠ جنيه مخصصة بمعدل ١٠% بمثابة رأس المال ، تبلغ ٩,٢١٧ جنيه ويأتي التدفق الداخل أيضاً من الاهلاك للألة الجديدة و يبلغ ١٠٠٠ جنيه قبل الضريبة أو ٥٠٠ جنيه بعد الضريبة ويمثل ذلك قيمة دفع سنوية متساوية لمدة عشر سنوات و قيمتها الحالية ٣,٠٧٣ جنيه ، وفي نفس الوقت تطرح القيمة لمدة العشر سنوات القادمة (وهو عبارة عن ٥٠٠٠ جنيه القيمة الدفترية للألة مقسومة على عشر سنوات) ولكن في حالة تقرير الشركة احلال الآلة القديمة بأخرى جديدة فإن هذا الاهلاك لم يكون متاحاً، بمعنى أن مبلغ ٥٠٠٠ جنيه . يتم استرداد ممثلاً في ١٠٠٠ جنيه قيمة الخردة مضافاً إليه ٤٠٠٠ جنيه خسارة تحمل الى حساب الارباح والخسائر، ومن ثم فإن هذه القيمة (١٥٣٦ جنيه) يجب خصمها من التدفقات النقدية الداخلة خلال الفترة كقيمة عالية وتبلغ (١١٢٩٠ جنيه) فيكون الناتج إجمالي القيمة الحالية للاستثمار و يبلغ (١٠,٧٥٤ جنيه) ويطرح القيمة الحالية للتدفقات الخارجة من القيمة الحالية للتدفقات الداخلة (١٠,٧٥٤ - ٧,٠٠٠) يبلغ صافي القيمة الحالية للاستثمار المقترح ٣,٧٥٤ جنيه.

ثالثاً: طرق معالجة درجة المخاطر في الانفاق الاستثماري

يمكن معالجة درجة المخاطر من المشروعات استثمارية التي تقوم الشركة بتقييمها باستخدام أي من الطرق الثلاثة الآتية: طريقة المخاطر الضمنية، طريقة معدل الخصم المعدل بالمخاطر، طريقة معادلة التأكد. وفيما يلي شرح موجز لكل من هذه الطرق.

١) طريقة المخاطر الضمنية:

أن أكثر الطرق انتشاراً في معالجة المخاطر هي أن تؤخذ مخاطر المشروع الاستثماري في الحساب بطريقة غير رسمية. فمثلاً تقوم بحساب صافي القيمة الحالية على أساس القيم الفردية للعائد السنوي باستخدام معدل تكلفة رأس المال في الشركة (كما سبق) وقد يدرك القائم باتخاذ قرار الاستثمار أن بعض المشروعات تتضمن مخاطر أكثر من غيرها. فإذا كانت القيمة الحالية الصافية لمشروعين استثماريين متنافسين قريبة من بعضها بدرجة معقولة، فإن المشروع الذي يتضمن مخاطر أقل هو الذي يجب اختياره. ولا يتحدد في هذه الحالة مقدار القيمة الحالية الصافية التي يجب أن يزيد بها المشروع الأكثر مخاطرة عن المشروع الأقل مخاطرة قبل أن تختار المشروع الأول، وذلك أن القاعدة التي يستند إليها متخذ القرار توجد بداخله ولا يمكن أن يفصح عنها، فهي اذن قاعدة ضمنية.

ويمكن أخذ عامل المخاطرة في الحساب بطريقة أكثر وضوحاً عن طريق اعطاء متخذ القرار بيانات عن المتوسط المتوقع والانحراف المعياري (أو معامل التباين) لصافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري، ويمثل هذه البيانات تقديرات موضوعية لدرجة المخاطرة لكن متخذ القرار هو الذي يختار المشروعات الاستثمارية التي على درجة أقل من المخاطر.

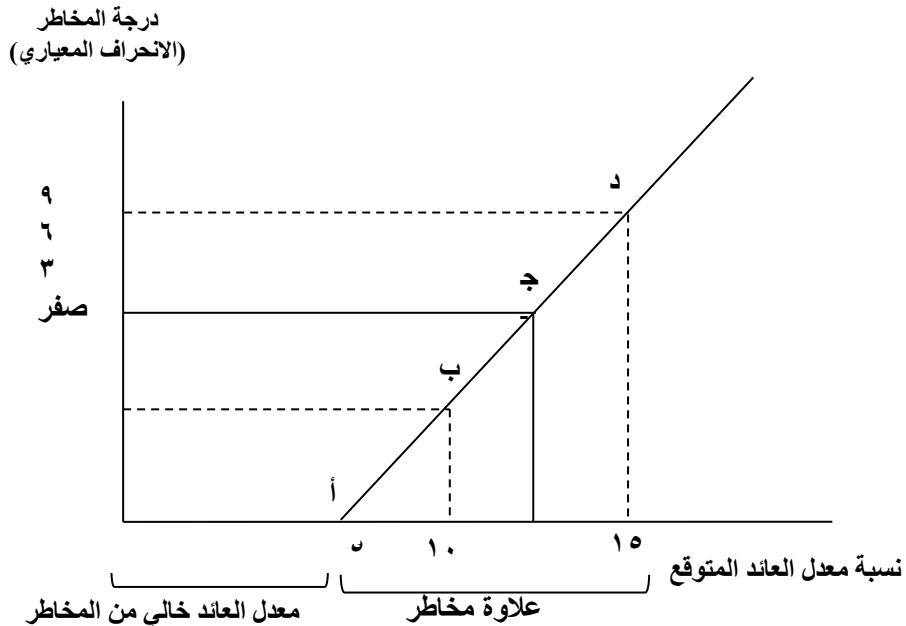
٢) طريقة معدل الخصم المعدل بالمخاطر Risk-adjusted discount Rate

ان عملية الاختيار بين مشروعات على درجة من المخاطر يمكن ان تتم بطريقة رسمية عن طريق استخدام معدلات خصم أعلى في الحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروعات ذات المخاطر الأعلى. نفترض مثلاً أن احدى الشركات حددت تكلفة رأس مالها (ك) بمعدل ١٠%، فمن الممكن استخدام هذا المعدل في حساب صافي القيمة الحالية للمشروعات ذات درجة المخاطر " المتوسطة"، كما يمكن استخدام معدلات خصم أقل للمشروعات ذات المخاطر الأقل ومعدلات خصم أعلى للمشروعات ذات المخاطر الأعلى.

فقد تقدر شركة بترول مثلاً تكلفة رأس المال لديها بمعدل ١٠% وتستخدم هذا المعدل في تقييم الاستثمارات العادية مثل اضافة معمل جديد للتكرير ولتقييم المشروعات الخاصة بإنشاء محطات خدمة على طريق جديد حيث المنافسة محدودة والطلب يمكن التنبؤ به لدرجة كبيرة، فقد يكون مناسباً أن تستخدم الشركة معدل خصم قدره ٨% ولكنها قد تجد من الضروري استخدام معدل خصم قدره ٢٠% لتقييم الاستثمارات في عمليات البحث عن البترول في سوهاج.

ويجب أن تعكس معدلات الخصم المتباينة هذه - أو المعدلات المعدلة بدرجة المخاطر - كلاً من الانحراف المعياري التقديري (أو معامل التباين) للإيرادات المتوقعة واتجاهات المستثمرين نحو المخاطر.

نفترض مثلاً أن إحدى الشركات وجدت ان المستثمرين فيها مستعدين للمبادلة بين المخاطر والعائد من الاستثمار كما في الشكل التالي:



ويمثل منحنى السواء للسوق الاستثماري *Risk Indifference Curves* والنقط التي يتساوى عندها بالنسبة للمستثمر المتوسط الاستثمار في أصل خال من المخاطر يعطى معدل فائدة مؤكد قدره ٥% من الاستثمار في أصل معتدل

المخاطر يعطى عائداً متوقعاً بمعدل ٧%، أو الاستثمار في أصل مرتفع المخاطر يعي عائداً متوقعاً بمعدل ١٥% وهكذا فمع زيادة المخاطر نجد أن المستثمر يحتاج إلى عائداً أعلى على الاستثمار لتعويضه عن المخاطر الإضافية التي يتضمنها (علاوة مخاطر *Risk Premium*).

وتشير علاوة المخاطر على الأصول ذات المخاطر الى الفروق بين معدل العائد المتوقع على أصل على درجة معينة من المخاطر ومعدل العائد على الأصل خالي المخاطر. وفي الشكل الافتراضي السابق نجد أن معدل العائد على الأصل خالي المخاطر - مثل الاستثمار في سندات حكومية قصيرة الأجل - يبلغ ٥% ويحتاج المستثمر إلى علاوة مخاطر قدرها ٢% لكي يقبل الاستثمار في أصل يبلغ الانحراف المعياري لإيراداته المتوقعة ٣%. وبالمثل فإن علاوة مخاطر قدرها ٥% ترتبط باستثمار يبلغ الانحراف المعياري لإيراداته ٦% ويتساوى عند المستثمر المتوسط الاستثمارات ذات المخاطر ب، ج، د والاستثمار خال المخاطر (أ).

وإذا كانت أسهم شركة معينة تقع عند النقطة (ج) على منحنى السواء للمخاطر، بمعنى أن المستثمرين يتوقعون الحصول على ١٠% على الاسهم التي يمتلكونها، ولكن الانحراف المعياري للإيرادات يبلغ ٦%، فإن الشركة يجب ان تستخدم معدل للخصم قدره ١٠% لتقييم المشروعات المتوسطة المخاطر، وان تستخدم معدلات أعلى للمشروعات المرتفعة المخاطر (مثل ١٥% عند النقطة د حيث الانحراف المعياري يساوى ٩%) وان تستخدم معدلات أقل للمشروعات الأقل مخاطرة (مثل ٧% عند النقطة ب حيث الانحراف المعياري يساوى ٣%).

وهكذا يتم استخدام معدلات الخصم المختلفة بحيث تعكس درجات متباينة من المخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية التي تقوم بتقييمها.

٣ طريقة معادلة التأكيد: *Certainty Equivalent Method*

أوضحنا فيما سبق عند الحديث عن تباين العائد كمقياس للمخاطر ان احتمالات حدوث العائد المتوقع لمشروع معين يتخذ شكل التوزيع الطبيعي، وأن

الوسط الحسابي والانحراف المعياري يستخدمان للتعبير عن هذا التوزيع الاحتمالي، ويعبر عن الوسط الحسابي بالعائد المتوقع، ويوضح الشكل ص ٢٧٢ هذه الفكرة. فإذا افترضنا ان المشروع (ب) الموضح بهذا الشكل يحقق عائد متوقع لمدة عشر سنوات بمعدل خصم قدره ١٠ % وقيمة الاستثمار ١٥٠٠٠ ج.

٢٠٠٠ جنيه باحتمال قدره ٢٥ %

٣٠٠٠ جنيه باحتمال قدره ٥٠ %

٤٠٠٠ جنيه باحتمال قدره ٢٥ %

والمطلوب اتخاذ قرار بمدى الاستثمار في هذا المشروع من عدمه.

في هذه الحالة يتطلب الامر تقييم هذا المشروع بطريقة معادلة التأكد. وتقوم هذه الطريقة على أساس تحديد معامل التباين (معامل المخاطرة) واستخداماته في تحديد معامل التأكد لتحديد صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية، باتباع الخطوات التالية:

$$(١) \text{ متوسط العائد المتوقع السنوي} = \frac{٢٠٠٠ + ٣٠٠٠ + ٤٠٠٠}{٣} = ٣٠٠٠ \text{ جنيه}$$

(٢) تحديد التباين السنوي:

$$٢٥٠,٠٠٠ = (١٠٠٠) (١٠٠٠) - ٢٠٠٠ = ٠,٢٥ \times ٢ (١٠٠٠)$$

$$٠ = (٣٠٠٠) (٣٠٠٠) - ٣٠٠٠ = ٠,٥٠ \times ٢ (٣٠٠٠) \text{ صفر}$$

$$٢٥٠,٠٠٠ = (١٠٠٠) (١٠٠٠) - ٤٠٠٠ = ٠,٢٥ \times ٢ (١٠٠٠)$$

التباين ٥٠٠,٠٠٠

$$(٣) \text{ تحديد الانحراف المعياري} = \sqrt{٥٠٠,٠٠٠} = ٧٠٧,١٠٧$$

$$\text{معامل التباين} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{العائد المتوسط}} = \frac{٧٠٧,١٠٧}{٣٠٠٠} = ٢٣,٥$$

∴ معامل المخاطرة في هذا المشروع يساوى ٢٣,٥٧ %

$$(٤) \text{ معامل التأكد} = (١ - \text{معامل التباين}) = ١ - ٠,٢٣٥٧ = ٠,٧٦٤٣ =$$

أي ان معدل التأكد للعائد المتوقع يساوى ٧٦,٤٣ %

$$(٥) \text{ العائد المتوقع بمعدل التأكد} = \text{العائد المتوسط} \times \text{معدل التأكد.}$$

$$= ٣٠٠٠ \times ٠,٧٦٤٣ = ٢٢٩٢,٩٠٠ \text{ جنيه}$$

$$(٦) \text{ القيمة الحالية لدفعة سنوية بمعدل خصم } ١٠\% \text{ ولمدة عشر سنوات}$$

$$= ٢٢٩٢,٩ \times ٦,١٤٥ = ١٤٠٨٩,٨٧٠ \text{ جنيه}$$

$$(٧) \text{ صافي القيمة الحالية للمشروع} = ١٥٠٠٠ - ١٤٠٨٩,٨٧ = (٩١٠,١٣)$$

جنيه وحيث ان صافي القيمة الحالية قيمة سالبة فإن هذا المشروع غير مقبول استثمارياً.



الفصل السابع إدارة رأس المال العامل

مقدمة:

تناولنا في الفصول السابقة من هذه المذكرات أهداف الإدارة المالية، وتعرفنا أنها تتبلور في تعظيم ثروة أصحاب المشروع وأن وسائل تحقيق هذه الأهداف يتمثل في اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالتخطيط المالي سواء للاستثمارات الدائمة أو المؤقتة، وفي هذا الفصل نتناول تحليل إدارة رأس المال العامل من خلال النقاط التالية^(١):

أولاً: طبيعة إدارة رأس المال العامل.
ثانياً: إدارة النقدية وشبه النقدية.

أولاً: طبيعة إدارة رأس المال العامل

يمثل رأس المال العامل استثمار الشركة في أصول قصيرة الأجل مثل النقدية والأوراق المالية قصيرة الأجل، وحساب المدينين، المخزون، كما أن إجمالي الأصول المتداولة عبارة عن مجموع بنود رأس المال العامل. أما صافي رأس المال العامل فهو عبارة عن إجمالي الأصول المتداولة مطروحاً منه إجمالي الخصوم المتداولة. وإدارة رأس المال العام تتعلق بكل النواحي الخاصة بإدارة كل من الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة، وأهم وظائف إدارة رأس المال العامل:

- تعديل الاستثمار في أصول الشركة لتتلاءم مع المتغيرات في مستوى مبيعات الشركة نتيجة العوامل الموسمية، والعوامل الدورية، والعوامل العشوائية.

- المساهمة في تعظيم قيمة الشركة. بمعنى أن تتوسع في الاستثمار في الأصول المتداولة إلى النقطة التي عندها تتساوى العوائد الحدية على الزيادة في الأصول المتداولة مع تكلفة رأس المال اللازم لتمويل الزيادة في

(١) د. احمد على احمد حسين ، الادارة المالية التمويل والاستثمار، (سوهاج: بدون ناشر ،

الأصول المتداولة. وأن تستخدم الالتزامات المتداولة بدلاً من الديون طويلة الأجل عندما يؤدي ذلك إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

وإدارة رأس المال العامل مهمة لأسباب عديدة، منها:

- أن المدير المالي يبذل معظم وقته في القيام بالعمليات الداخلية اليومية في الشركة، وتدخّل هذه العمليات ضمن نطاق إدارة رأس المال العامل.
- أن حجم الأصول المتداولة عمومًا يمثل أكثر من نصف مجموع أصول الشركات، وهذه الأصول في تغير وتقلب مستثمرين، لذلك يكرس المدير المالي معظم تفكيره وانتباهه ووقته في إدارة هذه الأصول.
- إن إدارة المال العامل مهمة بشكل خاص للمؤسسات التجارية الصغيرة. ويمكن للشركات الصغيرة أن تخفض استثمارها في الأصول الثابتة عن طريق استئجار المنشآت والمعدات الضرورية، ولكنها لا تستطيع أن تتجنب الاستثمار في النقدية والمدينين والمخزون، وبما أنه من الصعب على الشركات الصغيرة أن تحصل على رأس مال طويل الأجل فإنها تعتمد بشكل كبير على التمويل قصير الأجل، وهذا بدوره يؤثر على رأس المال العامل لأنه يزيد من الالتزامات المتداولة.
- هناك علاقة مباشرة وقريبة بين النمو في حجم المبيعات والحاجة إلى أموال إضافية لتمويل الأصول المتداولة. فمثلاً إذا كان متوسط فترة التحصيل للشركة ٤٠ يوماً وكانت المبيعات الآجلة ١٠٠٠ جنيه في اليوم الواحد، فيكون مقدار الاستثمار في المدينين ٤٠٠٠٠ جنيه، فإذا ارتفعت المبيعات إلى ٢٠٠٠ جنيه في اليوم يرتفع الاستثمار في المدينين إلى ٨٠٠٠٠ جنيه. وكذلك يؤثر الارتفاع في المبيعات على مقدار المخزون والنقدية اللازمة مقابلة هذا الارتفاع إلى حد ما. وهذا بدوره يتطلب أموالاً إضافية لتمويل الزيادة في هذه الأصول. وبما أن هذه المتطلبات المالية يعتمد على حجم المبيعات، فإنه من المهم جداً على المدير المالي أن يتطلع باستمرار إلى التطورات والتغيرات التي تطرأ على رأس المال العامل، وبالطبع، فإن استمرار المبيعات في الارتفاع يتطلب شراء أصول ثابتة إضافية أيضاً. ولكن بالرغم من أهمية الاستثمار في الأصول الثابتة - كاستثمار استراتيجي طويل الأجل - فإن لدى المدير المالي وقتاً أطول لتمويل هذه الأصول من الوقت الذي لديه لتمويل الأصول المتداولة.

- تعتبر إدارة رأس المال العامل واحدة من أهم جوانب الإدارة المالية في الشركة. ذلك أنه إذا لم تتمكن الشركة من الاحتفاظ بمستوى معقول من رأس المال العامل فسوف تواجه الشركة احتمال العسر المالي وقد تضطر إلى إشهار إفلاسها. ولذلك يجب أن تكون الأصول المتداولة في الشركة كبيرة بالدرجة الكافية التي تغطي الخصوم المتداولة في الشركة بالدرجة الكافية التي تغطي الخصوم المتداولة من أجل تأكيد هامش أمان كاف.

والهدف من إدارة رأس المال العامل هو إدارة كل من أصول الشركة المتداولة وخصومها المتداولة بفاعلية من أجل المحافظة على سيولة الشركة وفي نفس الوقت عدم الاحتفاظ برأس مال عاطل أكثر من اللازم في أى منها.

ونتناول طبيعة إدارة رأس المال في هذا الفصل من حيث:

- مفهوم صافي رأس المال العامل.
- المقارنة بين الربحية ودرجة المخاطرة فيما يتعلق بصافي رأس المال العامل.

(أ) مفهوم صافي رأس المال العامل:

هناك اصطلاحين شائعي الاستخدام في شأن رأس المال العام: أحدهما يطلق عليه إجمالي رأس المال العامل، والآخر يطلق عليه صافي رأس المال العامل، ويقصد بإجمالي رأس المال العامل مجموع الأصول المتداولة، وهي تلك الأصول التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال العام، وتتضمن هذه الأصول بالإضافة إلى النقدية الاستثمارات المؤقتة والذمم والمخزون السلعي.

أما صافي رأس المال العامل فيعرف بأنه الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، وغالباً ما يكون رقمًا موجبًا. ويعتبر صافي رأس المال العامل قياساً للسيولة، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها كلما زادت الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة كلما كان ذلك مؤشراً لمدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الجارية عندما يحين موعد استحقاقها، كذلك يمكن تعريف رأس المال العامل بأنه ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي يتم تمويله من مصادر طويلة الأجل. ويعتبر هذا التعريف منطقياً إلى حد كبير. فطالما أن الخصوم المتداولة هي نوع من أنواع التمويل قصيرة الأجل، وأن الأصول المتداولة عادة

ما تزيد عن الخصوم المتداولة فمن البديهي أن يكون تمويل مقدار الزيادة في الأصول المتداولة عن طريق مصادر طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل وحقوق الملكية.

وتجدر الإشارة إلى أن أهمية صافي رأس المال العامل وضرورة فاعلية إدارته تنبع من الطبيعة غير المتزامنة للتدفقات النقدية في الشركة. فالتدفقات النقدية الخارجة والناجمة عن قيام الشركة بدفع خصومها المتداولة يمكن التنبؤ بها نسبياً بدرجة أكبر عن قيام الشركة بدفع خصومها المتداولة يمكن التنبؤ بها نسبياً بدرجة أكبر من التدفقات النقدية الداخلة فالشركة بوجه عام تعلم من ستكون مواعيد استحقاق التزاماتها بدرجة أكبر من معرفة الموعد الذي سوف يكون لها فيه القدرة على تمويل الأصول المتداولة.

وكلما كان من الممكن التنبؤ بدرجة كبيرة من الدقة بهذه التدفقات النقدية الداخلة كلما قلت نسبة صافي رأس المال المطلوب الاحتفاظ بها ... ببناء عليه فإن الشركات التي تكون فيها التدفقات النقدية الداخلة غير مؤكدة يجب عليها الاحتفاظ بمستويات الأصول المتداولة المناسبة والكافية لتغطية الخصوم المتداولة.

ولذلك فإن عدم قدرة معظم الشركات على التدفق بين الإيرادات والمدفوعات هي التي تجعل من مصادر الإيرادات النقدية (الأصول المتداولة) أكبر من مجرد تغطية الخصوم المتداولة أمراً ضرورياً.

فعلى سبيل المثال بفرض أن الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لإحدى الشركات كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول (١/٧)

الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لإحدى الشركات

الخصوم المتداولة (بالجنيه)		الأصول المتداولة (بالجنيه)	
حسابات الدفع	٦٠٠	نقدية	٥٠٠
اوراق دفع قصيرة الاجل	٨٠٠	شبه نقدية	٢٠٠
مصروفات مستحقة	٢٠٠	حسابات القبض	٨٠٠
		بضاعة	١٢٠٠
	١٦٠٠		٢٧٠٠

فإن الموقف التالي يمكن أن يحدث:

أن كل حسابات الدفع ٦٠٠ جنيهه وكذلك ٢٠٠ ج من أوراق الدفع قصيرة الأجل، ١٠٠ ج من المصروفات المستحقة. نعتبر مبالغ مستحقة في نهاية الفترة الحالية، بمعنى أن إجمالي هذه المستحقات وهي مصروفات مؤكدة الدفع. أما كيف ستغطي الشركة هذه المصروفات فهو أمير غير مؤكد. ويمكن القول إن الشركة تعتبر متأكدة أن ٧٠٠ ج سوف تكون متاحة طالما أن لديها ٥٠٠ ج نقدية، ٢٠٠ ج استثمارات شبه نقدية يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة وبدون خسارة كبيرة مثل سندات الحكومة وأذونات الخزينة أما ٦٠٠ ج أخرى فيجب أن يأتي من متحصلات من العملاء. والشركة هنا لا يمكنها التأكد من المبيعات النقدية أو مواعيد تحصل أ. ق أو المدينين ويضاف إلى ذلك أن مخاطر عدم التأكد واحتمالات الخسارة يمكن أن تصاحب بيع جزء من البضاعة في الظروف غير مواتية. أن ارتفاع نسبة التداول في هذه الشركة ليس دليلاً على ارتفاع نسبة السيولة، ففي حين تصل نسبة التداول إلى ١,٧ : ١ تصل نسبة السيولة أقل من ١,٥ : ١، وبرغم أن صافي رأس المال العامل ١١٠٠ ج إلا أنه مستغرق في أصول متداولة يصعب تحويلها إلى نقدية بسهولة وسرعة ودون خسارة كبيرة.

(ب) المفاضلة بين الربحية والمخاطرة:

يتأثر حجم رأس المال العامل بالمستويات المحددة للأصول المتداولة والخصوم المتداولة. والتي بدورها تتأثر الربحية المتوقعة في مقابل المخاطر التي تأخذها الشركة. فلو افترضنا ثبات مستوى كفاءة المشروع في إدارة حسابات القبض والمخزون، فإن الأصول السائلة والتي تشمل نقدية واستثمارات وأوراق مالية، تحقق عائداً منخفضاً للأصول المتداولة الأخرى بالنسبة للأصول المتداولة فإنه كلما انخفضت نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول كلما ارتفع العائد على إجمالي الأصول، وترتبط الربحية بالأخذ في الاعتبار الخصوم المتداولة بفروق التكاليف بين الطرق المختلفة في التمويل، كما ترتبط بطريقة استخدام الأموال في الفترات التي لا يحتاج المشروع خلالها لهذه الأموال. وبقدر انخفاض تكلفة التمويل الخارجي قصيرة الأجل عن التمويل طويل الأجل فإنه كلما ارتفعت نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الخصوم تزداد ربحية المشروع، كذلك فإن استخدام الاقتراض قصير الأجل على عكس الاقتراض طويل الأجل يحقق في العادة أرباحاً أكبر على أساس أن الديون قصيرة الأجل يتم سدادها في الفترات التي لا يكون هناك حاجة خلالها لهذه الأموال.

وذلك أن عنصر الربحية يتطلب أن تكون نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول منخفضة، وأن ترتفع نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الخصوم، ولكن ارتفاع هذه النسبة سيؤدي إلى نتيجتين:

- ارتفاع الربحية.
- مخاطرة انخفاض سافي رأس المال العامل، أو حتى ظهوره بالسالب مما يؤثر على السيولة في المشروع. وتسبب هذه المخاطرة ما يطلق عليه العسر الفني أي عدم قدرة المشروع عن سداد التزاماته النقدية، والتي تختلف عن العسر المالي، والذي يحدث عندما تكون أصول المشروع أقل من الخصوم التي عليه.

ولذلك فإن تقييم درجة المخاطرة التي يتعرض لها المشروع تتطلب بالضرورة تحليل موقف السيولة في المشروع، وللسيولة بعدان أساسيان وهما: الوقت الذي يستغرق في تحويل الأصول إلى النقدية، ودرجة التأكد من المبالغ التي سيحصل عليها المشروع نتيجة التمويل (أي التأكد من سعر التمويل).

ويمكن توضيح هذه الفكرة بدراسة العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة ومعدلات الاستثمار في العناصر المختلفة المكونة لها.

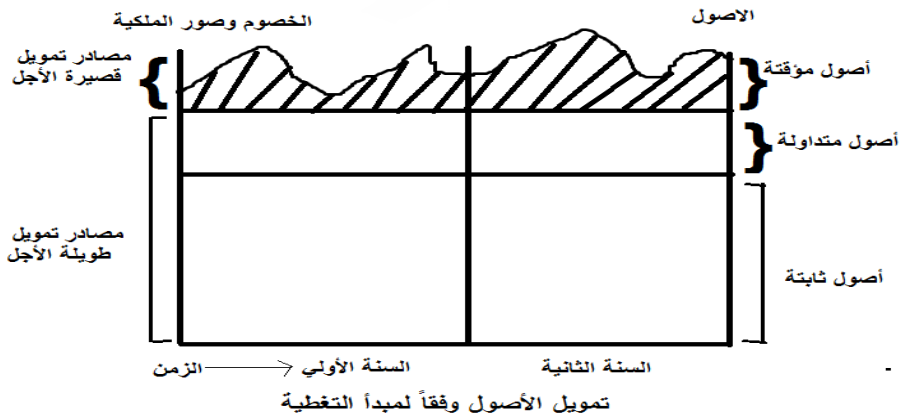
تمويل الأصول المتداولة:

سبق أن أوضحنا أن الربحية والمخاطرة تؤثر في طريقة تمويل الأصول المتداولة، ولتوضيح ذلك تفصيلاً نفترض أن إحدى الشركات لها سياستها القائمة فيما يتعلق بدفع قيمة المشتريات والأجور والمصروفات الأخرى، وبذلك فإن حجم حسابات الدفع والمستحقات لا تعتبران من مصادر التمويل ويتغيران مع حجم الإنتاج.. فمع زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة تميل حسابات الدفع والمستحقات للزيادة لتمويل جزء من الأصول.

ولكن مبدأ التغطية يقضي بضرورة مواءمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله. وطبقاً لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويل الأجل كالقروض طويلة الأجل بحقوق الملكية. فليس من الحكمة في شيء أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل إذ

أن هذا يعني أن تتعهد المنشأة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية.

أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل. فكما سبق الإشارة فإن تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل يترك آثار عكسية على الربحية، ويوضح الشكل التالي سياسة تحويل الأصول وفقاً لمبدأ التغطية.

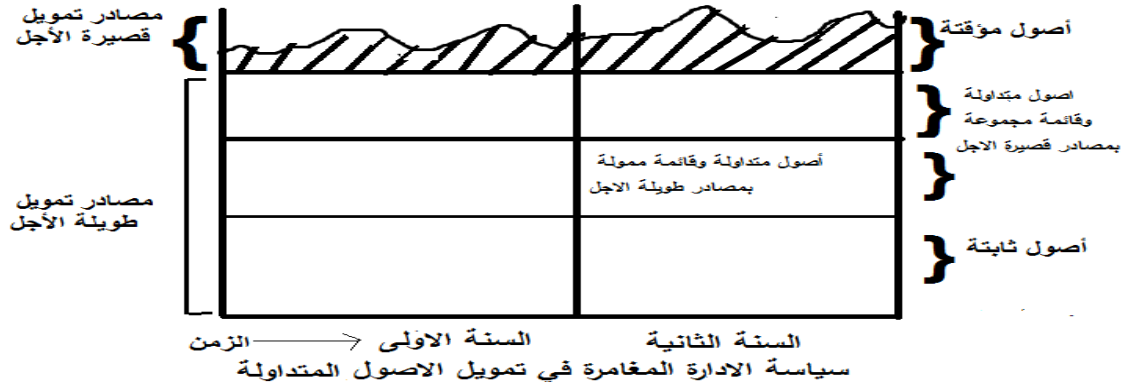


وبالاعتماد على طريقة التغطية في التمويل فإنه يجب تنظيم جدول الاقتراض والسداد للقروض قصيرة الأجل بطريقة تتماشى مع التغيرات المرتفعة في الأصول المتداولة (مخصوصاً منها المستحقات وحسابات الدفع) أما الأصول الثابتة والأصول المتداولة (مخصوصاً منها حسابات الدفع والمستحقات) فيجب تمويلها عن طريق الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية.

ولكن مبدأ التغطية يتجاهل مدى ميل إدارة الشركة لتحمل المخاطرة، إذ أنه من غير المتوقع أن تتبع المنشأة التي تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة نفس سياسة التمويل التي تتبعها منشأة أخرى تبرهن عليها إدارة تتسم بالمغامرة. لذا يصبح من المنطقي إدخال متغير جديد في قرار تمويل الأصول، وهو مدى استعداد المنشأة لتحمل المخاطر.

فإذا ما تميزت إدارة الشركة بروح المغامرة فإنها قد تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصير الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من

زيادة في المخاطر. ويوضح الشكل التالي سياسة الإدارة المغامرة في تمويل الأصول المتداولة.



ويشير الخط المتقطع في الشكل السابق إلى ذلك الجزء من الأصول المتداولة الدائمة الذي يتم تمويله بمصادر تمويل قصيرة الأجل مما يعكس روح المغامرة في سياسة إدارة رأس المال العامل في الشركة.

وبالرغم من أن تكلفة الدين قصير الأجل أقل من تكلفة الدين طويل الأجل، إلا أن استخدام الدين قصير الأجل يمكن أن يتضمن مخاطرة أعلى. ولذا فإننا نواجه بوضوح التوازن بين معدل العائد والمخاطرة، أن طبيعة هذا التوازن يظهر في الجدول (٢/٧) في القسم (أ) والقسم (ب).

نفترض أن مجموع أصول الشركة يبلغ ١٠٠ جنيه، نصفها أصول ثابتة والنصف الآخر أصول متداولة، وكذلك نفترض أن الشركة ستحقق ١٥% من الربح الصافي قبل الضرائب والفوائد على مجموع الأصول، أي أن:

$$\% ١٥ = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مجموع الأصول}}$$

وأن نسبة المديونية ٥٠% وكذلك نفترض أن الشركة لم تقرر بعد هل تحصل على ديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل. وأن تكلفة الدين قصير الأجل ٧% بينما تكلفة الدين طويل الأجل ٦% في القسم (أ)، وأن تكلفة الدين قصير الأجل ١٥% بينما تكلفة الدين طويل الأجل ١٠%، ففي ضوء البيانات السابقة يكون تحصيل المخاطرة والعائد في تمويل الأصول المتداولة في كلا الموقفين كالآتي:

جدول (٢/٧) القسم (أ)

بيان	المحافظة السياسية	المعتدلة السياسية	المغامرة السياسية
الأصول المتداولة	٥٠	٥٠	٥٠
الأصول الثابتة	٥٠	٥٠	٥٠
إجمالي الأصول	١٠٠	١٠٠	١٠٠
التزامات قصيرة الأجل (٧%)	-	٢٥	٥٠
التزامات طويلة الأجل (٦%)	٥٠	٢٥	-
الديون			
إجمالي الالتزامات ---- %٥٠	٥٠	٥٠	٥٠
الأصول			
حق الملكية	-	٥٠	٥٠
إجمالي الالتزامات وحق الملكية	١٠٠	١٠٠	١٠٠
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	١٥	١٥	١٥
الفوائد	٤,٥	٤	٣,٥
الدخل الخاضع للضريبة (وعاء الضريبة)	١,٥	١١	١١,٥
الضريبة (٥٠%)	٥,٢٥	٥,٥	٥,٧٥
صافي الدخل المتاح لحملة الأسهم العادية	٥,٢٥	٥,٥	٥,٧٥
معدل العائد على حق الملكية	%١٠,٥	%٥,١١	%١١,٥

جدول (٢/٧) القسم (ب)

بيان	المحافظة السياسية	المعتدلة السياسية	المغامرة السياسية
الأصول المتداولة	٥٠	٥٠	٥٠
الأصول الثابتة	٥٠	٥٠	٥٠
إجمالي الأصول	١٠٠	١٠٠	١٠٠
التزامات قصيرة الأجل (٧%)	-	٢٥	٥٠
التزامات طويلة الأجل (٦%)	٥٠	٢٥	-
الديون			
إجمالي الالتزامات ---- %٥٠	٥٠	٥٠	٥٠
الأصول			
حق الملكية	٥٠	٥٠	٥٠
إجمالي الالتزامات وحق الملكية	١٠٠	١٠٠	١٠٠
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	١٥	١٥	١٥
الفوائد	٥	٦,٢٥	٧,٥
الدخل الخاضع للضريبة (وعاء الضريبة)	١٠	٨,٧٥	٧,٥
الضريبة (٥٠%)	٥	٤,٣٧٥	٣,٧٥
صافي الدخل المتاح لحملة الأسهم العادية	٥	٤,٣٧٥	٣,٧٥
معدل العائد على حق الملكية	%١٠	%٨,٧٥	%٧,٥

ويتضح من التحليل السابق أن استخدام الدين قصير الأجل يؤدي إلى عائد على حقوق الملكية، كما كانت تكلفة الدين قصير الأجل أقل من تكلفة الدين طويل الأجل، كما هو في الوضع (أ)، وبالطبع يتزايد معدل العائد على حق الملكية كلما زادت درجة روح المغامرة في سلوك الإدارة في تمويل الأصول المتداولة بمصادر قصيرة الأجل.

ويختلف الوضع تمامًا في حالة ما إذا كانت تكلفة التمويل قصير الأجل أعلى من تكلفة التمويل طويل الأجل، كما هو في الوضع (ب)، فإن استخدام الدين طويل الأجل يؤدي إلى عائد على حقوق الملكية أعلى بكثير مما لو استخدمت الشركة الدين قصير الأجل. وبما أن معدلات الفوائد قصيرة الأجل تخضع إلى تغيرات وتقلبات أكبر وأعظم من المتغيرات في معدلات الفوائد طويلة الأجل، فإن معدل العائد على حقوق الملكية يتقلب بشكل واسع في ظل السياسة المغامرة التي تعتمد بشكل كبير على الديون قصيرة الأجل. وبالإضافة إلى المخاطرة المتضمنة في هذه التقلبات والتغيرات، فإن هناك مخاطر أخرى في استعمال نسبة كبيرة من الديون قصيرة الأجل.

وهناك المخاطرة المتضمنة في احتمال وجود صعوبات تواجه الشركة عندما يأتي ميعاد استحقاق دافع الدين قصير الأجل، أو عندما تضطر الشركة إلى تجديد هذا الدين بمعدل فائجة أعلى من السابق. وبشرح هذه المخاطرة، افترض أن هناك شركتين: الأولى تستخدم نسبة كبيرة من الديون قصيرة الأجل، والثانية تستخدم نسبة كبيرة من الديون طويلة الأجل. وبالمقارنة بالشركة الثانية فإن الشركة الأولى تواجه المخاطرة المتضمنة باحتمال عدم استطاعتها تسديد الدين. وبافتراض أن الدين على الشركة الأولى يستحق في الوقت الذي تواجه فيه الشركة مشاكل تتعلق بالأيدي العاملة أو الانخفاض في الطلب مبيعاتها أو غيرها من المشاكل التي تؤدي إلى الهبوط في مكاسبها. فالدائنون يدرسون النسب المالية للشركة فيجدون أن نسبة التداول بالشركة الأولى منخفضة فهذا يؤدي إلى الانخفاض في نسبة المديونية، الأمر الذي يزيد من تخوف الدائنين.

وفي حالة كهذه، يمكن أن يوافق الدائنون على تجديد الدين قصير الأجل بمعدل فائدة عالية أو يمكن أن يرفضوا تجديد الدين. وهنا قد تضطر الشركة أما لبيع جزء من الأصول بخسارة كبيرة أو الاقتراض من مصادر أخرى بمعدل فائدة عالية جداً، أو قد تتعرض للإفلاس، في حين تتعرض الإدارة المحافظة لمخاطر أقل.

ثانياً: إدارة النقدية وشبه النقدية

تتجه بعض الشركات في إدارتها لأموالها إلى الاحتفاظ بأقل حد ممكن من النقدية السائلة واستثمار الأموال في أصول أخرى من التي تدر دخلاً لها، إلا أن هذا الاتجاه له خطورته على السيولة في المشروع، ويتطلب المستثمر أحكام الرقابة على الجزء من الأصول المتداولة المستثمر في شكل نقدية وأوراق مالية.

وهناك ثلاثة دوافع للاحتفاظ بنقدية سائلة وهي:

١- **دافع المعاملات:** وذلك للاحتفاظ بالأموال لمواجهة أية عمليات جديدة تظهر ضمن المجال الطبيعي لنشاط المشروع، وتشمل احتياجات النقدية في شكل مدفوعات المشتريات أو الأجور أو الضرائب والتوزيعات وغيرها، ويرتبط الرصيد النقدي المطلوب للاحتفاظ به في هذه الحالة بإمكانية موازنة التدفقات النقدية الداخلة، والخارجة من المشروع، في أوقات معينة، كذلك يتوقف الرصيد أيضاً على حجم الأعمال في المشروع فكلما زاد حجم الأعمال كلما زادت الحاجة إلى رصيد نقدي أكبر من حالة المشروعات الصغيرة الحجم. ويرتبط الرصيد أيضاً بطول فترة دورة الأعمال نظراً لأن احتياجات مشروع إلى نقدية لمدة شهر تقل عن احتياجات مدة شهرين وهكذا.

٢- **دافع الاحتياط:** ويعني مواجهة التدفقات النقدية غير المتوقعة مثل الفوائد أو الصفقات التجارية. وذلك أنه كلما كان من الممكن التنبؤ بدقة التدفقات النقدية في المشروع كلما انخفض الرصيد النقدي الاحتياطي المطلوب للاحتفاظ به. ويكون للمركز الائتماني للمشروع تأثير في حجم الرصيد النقدي الاحتياطي لأن قدرة المشروع على الحصول على ائتمان والتي تتوقف على مركزه الائتماني تحدد ما إذا كان يجب الاحتفاظ برصيد نقدي قليل أم كبير.

٣- **دافع المضاربة:** ويرتبط باستغلال النقدية في الاستفادة من تغير أسعار الأوراق المالية، فعندما تشير التوقعات إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، تميل الشركة إلى الاحتفاظ بنقدية لشراء الأوراق المالية والانتظار لحين ارتفاع الأسعار بعد ذلك، ثم تقوم ببيع هذه الأوراق والاستفادة من فروق الأسعار.

وترتبط كفاءة إدارة النقدية بعاملين أساسيين:

- ١- تطوير وتحسين نظم تحصيل الديون وتنشيطها، مما يساعد على الحصول أموال المشروع بسرعة وعدم تأخيرها لدى العملاء.
- ٢- وضع نظام للرقابة على المصروفات، ولما كان الهدف من تنشيط التحصيل هو الحصول على الديون بأسرع طريقة ممكنة، فإن الهدف في هذه الحالة هو

التقليل بقدر الإمكان من سرعة الانفاق وتكون نتيجة سرعة التحصيل وبطء الانفاق هو توفير أكبر كمية ممكنة من النقدية للمشروع.

ويمكن القول أن الاستراتيجيات الأساسية التي يجب اتباعها بواسطة الشركة في إدارة النقدية هي على الوجه التالي:

١- **دفع الحسابات الدائنة**، أي سداد أوراق الدفع متأخرًا قدر الإمكان دون الإضرار بسمعة الشركة الائتمانية ولكن المقصود بذلك هو الاستفادة من أي خصم نقدي متاح.

٢- **زيادة معدل دوران البضاعة**: بأسرع ما يمكن، مع تجنب مخاطر نفاذ المخزون، والتي يمكن أن تؤدي إلى توقف الإنتاج أو البيع.

٣- **تحصيل حسابات القبض بأسرع ما يمكن** دون فقد المبيعات المستقبلية بسبب الضغط في استخدام وسائل التحصيل.

ويمكن توضيح دلالات هذه الاستراتيجيات بالنظر إلى عملية معدل دوران النقدية.

الدورة النقدية ومعدلات دوران النقدية:

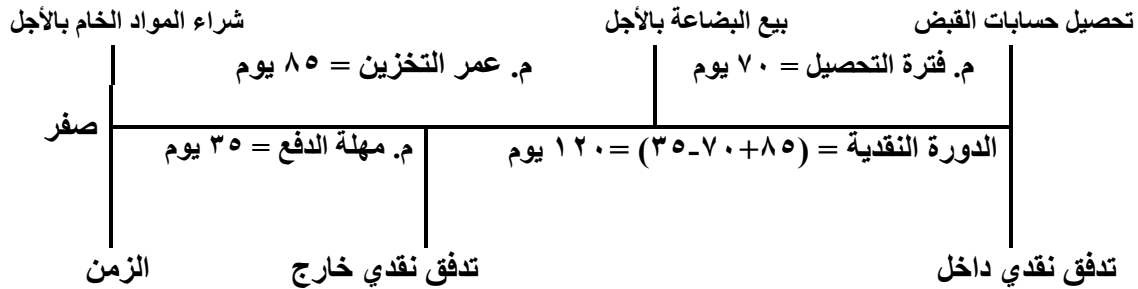
تعرف الدورة النقدية للشركة بأنها كمية الوقت المنقضى منذ قيام الشركة بدفع مصروفات أو نفقات لشراء مواد خام على الوقت الذي يتم فيه تحصيل النقدية نتيجة بيع السلع تامة الصنع، والتي استخدمت فيها المواد الخام. أما معدل دوران النقدية فيشير على عدد المرات التي تدور فيها النقدية في الشركة خلال سنة.

ويمكن توضيح مفهوم الدورة النقدية ومعدلات دوران النقدية بالمثل المبسط التالي:

تقوم شركة **س ص ع** حالياً بشراء كل المواد الخام اللازمة لها بالأجل، كما تباع كل البضاعة أيضاً بالأجل. وبالنسبة لشروط الشراء والبيع بالأجل، فإن الشركة مطلوب منها أن يتم الدفع بالنسبة لمشترياتها الأجلة في خلال ٣٠ يوماً من تاريخ الشراء، كما تتطلب الشركة ان يتم الدفع بالنسبة للمبيعات في خلال ٦٠ يوماً وتشير حسابات الشركة فيما يتعلق بمتوسط فترة التحصيل بالنسبة للمبيعات الأجلة، ومهلة الدفع بالنسبة للمشتريات الأجلة أنها سوف تأخذ ٣٥ يوماً بالنسبة لمهلة الدفع وإمكانية سداد قيمة المشتريات، كما ستبلغ متوسط فترة التحصيل ٧٠ يوماً لتحصيل أوراق القبض. وفي استنتاجات أخرى ظهر أنه في المتوسط فإن الفترة المنقضية بين لحظة شراء المواد الخام وبين موعد بيع البضاعة تامة الصنع سوف تصل إلى ٨٥ يوماً - أي أن العمر المتوسط للمخزون يبلغ ٨٥ يوماً.

الدورة النقدية:

يمكن بيان الدورة النقدية للشركة في الشكل البياني التالي:



يتضح من المثال السابق أن هناك ١٢٠ يوماً بين التدفق النقدي الخارج لسداد حسابات الدفع (في اليوم ٣٥) وبين التدفق النقدي الداخل والنتائج عن تحصيل حسابات القبض في اليوم (١٥٥) وفي خلال هذه الفترة فإن أموال الشركة تعتبر عاطلة أو غير مستثمرة أو غير مستغلة. وعند النقطة صفر فإن الشركة تقوم بشراء المواد الخام والتي تمثل بداية الزمن لشراء المواد الخام بالنسبة لكمية الإنتاج وتنتهي بالتخزين للبضاعة تامة الصنع ثم البيع وتمثل هذه الفترة متوسط العمر الرسمي للمخزون وهي كما يوضحه الشكل السابق (٨٥ يوماً).

وعندما قامت الشركة من البداية بشراء المواد الخام وذلك عند اليوم (صفر) فقد ظهر حساب دفع دائن. وظل هذا الحساب موجوداً في دفاتر الشركة حتى تم دفعه بعد ٣٥ يوماً من تاريخ الشراء، ومعنى ذلك أن التدفق النقدي الخارج حدث في ذلك الوقت، يضاف على ذلك أنه بعد بيع السلع تامة الصنع (في اليوم ٨٥) فإن الشركة ظهر لها حساب مدين أي حساب قبض وظل هذا الحساب في دفاتر الشركة حتى تم تحصيله في اليوم (٧٠)، معنى ذلك أن التدفق النقدي الداخل حدث بعد (٧٠ يوماً) من بيع البضاعة أي في اليوم (١٥٥) بمعنى أنه انقضت (٧٠ يوماً) بعد اليوم (٨٥) وهو يوم البيع.

ويتم حساب الدورة النقدية بإيجاد عدد الأيام - في المتوسط - النقدية بين التدفقات النقدية الخارجية، والمتعلقة بسداد حسابات الدفع وبين التدفقات الداخلة المتعلقة بتحصيل حسابات القبض. وتصل دورة النقدية في الشركة موضوع المثال السابق إلى ٢٠ يوماً (٣٥ - ١٥٥) معدل دوران النقدية.

يمكن حساب معدل دوران النقدية في الشركة بقسمة عدد أيام السنة (٦٣٠) يوماً على الدورة النقدية، أي معدل دوران النقدية = $٣٦٠ \div ١٢٠ = ٣$ مرة.

وكلما زاد معدل دوران النقدية في الشركة، كلما قلت حاجة الشركة إلى النقدية المطلوبة، ويمكن القول أن معدل دوران النقدية يشبه معدل دوران البضاعة، ومن ثم يجب زيادته أو الوصول له إلى الحد الأقصى. ومع ذلك فلا تريد الشركة أن تبدد النقدية أو تظل بلا نقدية، ولذلك فإن المحافظة على حد أدنى من النقدية يعتبر أمرًا ضروريًا.

تحديد الحد الأدنى من النقدية في الشركة:

يمكن التوصل إلى الحد الأدنى التشغيلي من النقدية في الشركة وذلك بقسمة جميع المصروفات السنوية إلى معدل دوران النقدية.

فعلى سبيل المثال، إذا كانت الشركة في المثال السابق، تنفق حوالي ١٢,٠٠٠,٠٠٠ ج في مصروفات تشغيلية في السنة فإن الحد الأدنى المطلوب من النقدية هو ٤ مليون جنيه (١٢٠٠٠٠٠٠ ÷ ٣).

ويعني ذلك أنه إذا بدأت الشركة بحد أدنى من النقدية قدره ٤ مليون جنيه، فإنها يجب أن تكون قادرة، أي يتوفر لديها النقدية الكافية لسداد الالتزامات عندما يحين موعد استحقاقها. ويجب ألا نقترض أي أموال إضافية في هذه الظروف. وإذا كانت تكلفة الفرصة البديلة في الاحتفاظ بالنقدية عبارة عن ٥% فإن تكلفة الاحتفاظ بمبلغ ٤ مليون حد أدنى من النقدية عبارة عن ٢٠٠,٠٠٠,٠٠٠ جنيه في السنة (٤٠٠,٠٠٠,٠٠٠ × ٥%).

وتتبنى تكلفة الفرصة البديلة (٥%) في المثال السابق على الحقيقة القائلة بأن الشركة إذا كان لديها الحرية في استخدام ٤ مليون جنيه فإنها كان بإمكانها استثمارها في مجالات أقل خطورة، وتدر عائد قدره ٥% في السنة، والذي قد يغطي دين يكلف ٥% في السنة. ولذلك طالما أن هناك تكلفة للاحتفاظ بحد أدنى من النقدية - وهي أموال عاطلة - فإن الشركة ينبغي أن تحاول اتباع سياسة من شأنها تقليل الحد الأدنى من النقدية المطلوب قدر الإمكان.

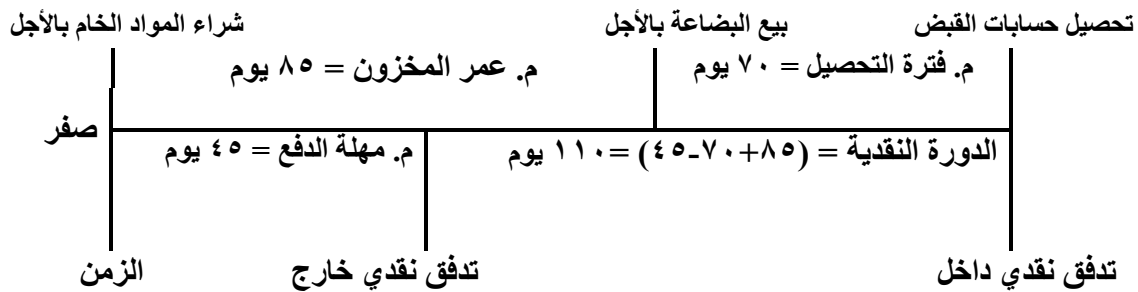
استراتيجيات إدارة النقدية:

يمكن بيان أثر تنفيذ كل استراتيجية من استراتيجيات الإدارة الفعالة للنقدية والمشار إليها في الشركة موضوع المثال السابق فيما يلي:

١- تأخير حسابات الدفع:

أي مد السداد قدر الإمكان، بمعنى دفع المستحقات الممثلة في حسابات الدفع متأخرًا قدر الإمكان، وذلك دون الإضرار بسمعة الشركة الائتمانية. فعلى سبيل

المثال، إذا تمكنت الشركة من مد مهلة السداد، أي تأخير سداد حسابات الدفع عن المتوسط الحالي وهو ٣٥ يوماً إلى متوسط ٤٥ يوماً فإن الدورة النقدية للشركة سوف تنخفض إلى ١١٠ يوماً، فمن يتأخر عن سداد حسابات الدفع ١٠ أيام إضافية فإن الشركة تزيد معدل دوران النقدية من الرصيد لأول مرة (٣٦٠ ÷ ١١٠). وسوف يؤدي معدل دوران النقدية إلى تخفيض الحد الأدنى المطلوب من النقدية من ٤ مليون جنيه إلى ٣٦٧٠٠٠٠٠ جنيه تقريباً (٣,٢٧ ÷ ١٢٠٠٠٠٠٠). وعلى ذلك فإن التخفيض في الحد الأدنى الواجب الاحتفاظ به يمثل ادخار سنوي للشركة يصل إلى ١٦٥٠٠ (٣٣٠٠٠٠٠ × ٥%)، والذي يمثل تكلفة الفائدة الناتجة عن الاحتفاظ بالنقود دون استثمار أي تعطيلها. ويمكن تصوير هذا الموقف الجديد للشركة في الشكل التالي:



ويمكن القول بأن مهلة الدفع بالنسبة للشركة يجب أن تكون واضحة ومعروفة. ومع ذلك فإنه يمكن للشركة أن تتأخر في سداد الحسابات الدائنة، وبناء على ذلك فإن الحالات التي يعتمد الموردون فيها على الشركة اعتماداً كبيراً في جزء لا يستهان من أعمالهم، ففي هذه الحالة فقط يمكن للشركة أن تستغل هذه الميزة بمد مهلة الدفع.

ويلاحظ أن الكثير من الشركات تقدم خصومات نقدية كحوافز لعملائها على الدفع في الحال أو بسرعة. وربما إذا رأت الشركة أنها ستحصل على خصم نقدي من الموردين بين نتيجة الدفع المبكر، فيمكن أن تقرر الشركة في هذه الحالة، أن أقل الاستراتيجيات تكلفة أن تدفع مكبراً وتحصل على خصم. وعلى أية حال فإنه في مناسبات محدودة يترك المورد العميل حراً في مد مهلة الدفع، ومنها مثل أن العمل لا يزال في بداية حياته، أو أن الشركة نامية، وأن العائد المتوقع من مساعدتها سوف يؤدي إلى زيادة المعاملات معها في المستقبل. وبوجه عام فإن استراتيجية تأخير سداد حسابات الدفع هي إحدى الاستراتيجيات التي يمكن أن تأخذها الشركة في الحسبان حتى تتمكن من تخفيض احتياجاتها من النقدية، وبالتالي تخفيض تكاليف التشغيل.

٢- الإدارة الفعالة للإنتاج والمخزون:

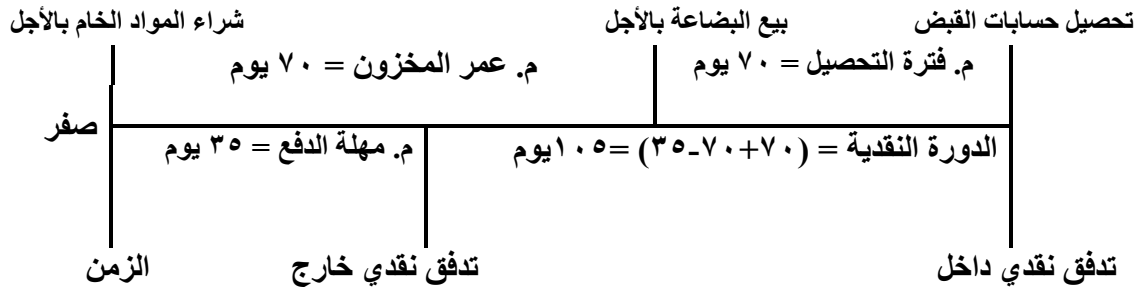
الطريقة الثانية لتخفيض الاحتياجات النقدية المطلوبة هو زيادة معدلات دوران المخزون، ويمكن أن يتحقق ذلك بأي من الطرق الآتية:

- **زيادة معدل دوران المواد الخام**، وذلك باستخدام طرق فعالة للرقابة على المخزون، حيث يمكن زيادة معدل دوران المواد الخام.
- **تخفيض دور الإنتاج**، ويمكن تحقيق ذلك من خلال تبني طرق أفضل لتخطيط الإنتاج، جدولة الإنتاج، وسائل الرقابة على الإنتاج، كل ذلك يؤدي إلى تخفيض الدورة الإنتاجية. وسوف يؤدي تخفيض دورة الإنتاج إلى زيادة معدل دوران البضاعة تحت التشغيل.
- **زيادة دوران البضاعة تامة الصنع**: ويمكن للشركة أن تزيد من معدل دوران البضاعة المصنوعة، عن طريق التنبؤ الدقيق بالطلب والتخطيط الدقيق للإنتاج المبني على التنبؤ بالطلب. أيضا فإن الرقابة الفعالة للمخزون من البضاعة تامة الصنع، أي سرعة معدل دوران هذه البضاعة. وبصرف النظر عن اتباع أي من المفاهيم فيما يتعلق بمعدل دوران المخزون الكلي، فإن النتيجة سوف تكون تقليل كمية الأموال النقدية المطلوبة للتشغيل.

فعلى سبيل المثال إذا تمكنت الشركة موضوع المثال السابق من تخفيض متوسط عمر المخزون لديها من المستوى الحالي وهو ٨٥ يوما إلى ٧٠ يوما (أي تخفيض ١٥ يوم) فإن الأثار المترتبة على الحد الأدنى للنقدية المطلوب سوف تكون على النحو التالي:

سوف يكون هناك تخفيض قدره (١٥ يوم) في الدورة النقدية من ١٢٠ يوم إلى ١٠٥ يوم وبالتالي فإن تقليل عمر المخزون في الشركة سيؤدي إلى زيادة معدل دوران النقدية السنوي من المستوى المبدئي له وهو ٣ إلى ٣,٤٣ (٣٦٠ ÷ ١٠٥) ويؤدي زيادة معدل دوران النقدية إلى تخفيض الحد الأدنى من النقدية المطلوب الاحتفاظ به من ٤ مليون جنيه إلى ٣,٥٠٠,٠٠٠ جنيه تقريبا (١٢٠,٠٠٠,٠٠٠ ÷ ٣,٤٣) وكذلك فإن التخفيض في الحد الأدنى من النقدية الواجب الاحتفاظ به ٥,٠٠٠,٠٠٠ جنيه (٤,٠٠٠,٠٠٠ - ٣,٥٠٠,٠٠٠) يمثل مدخرات سنوية بالشركة تصل إلى ٢٥٠,٠٠٠ جنيه (٥,٠٠٠,٠٠٠ × ٥%) وطالما أن هذا المبلغ ٥,٠٠٠,٠٠٠ جنيه سوف لا يتم الاحتفاظ به وتعطيله فيمكن للشركة أن تحصل على عائد باستثمار هذا المبلغ بنسبة ٥% مما سبق يمكن الوقوف على ضرورة وأهمية

إدارة الإنتاج والمخزون بفعالية، ويوضح الشكل التالي هذا الموقف الجديد للشركة:



٣- الإسراع بتحصيل حسابات القبض:

الطريقة الثالثة لتخفيض الحد الأدنى من النقدية المطلوبة هي الإسراع في تحصيل حسابات القبض. ويلاحظ أن حسابات القبض - مثلها مثل المخزون - تمثل أموال عاطلة فإذا تحصلت هذه الأموال يمكن استثمارها في أصول إضافية تدر أرباح للشركة. وتعتبر حسابات القبض من السياسات الأساسية للشركة، ذلك أن تقديرات الائتمان للعملاء يمكنها من تحقيق مستويات مرتفعة من المبيعات عما إذا كانت تتبع سياسة حازمة تقوم على البيع نقداً. ويلاحظ أن شروط الائتمان التي تقدمها الشركة تفرضها طبيعة الصناعة التي تعمل فيها الشركة، بمعنى أن شروط الائتمان ترتبط في الواقع بطبيعة السلعة المباعة، وكذلك بطريقة نقلها، وطريقة استخدامها.

ففي الصناعات التي تبيع منتجات غير مميزة أو غير مختلفة فإن شروط الائتمان تعتبر عاملاً أساسياً في المبيعات - وعادة فإنه في هذه الصناعات فإن جميع الشركات تقدم أفضل الشروط الممكنة للائتمان للمحافظة على موقفها التنافسي. أما في الشركات التي تبيع منتجات مختلفة يمكن أن يكون هناك اختلاف أكبر في شروط الائتمان.

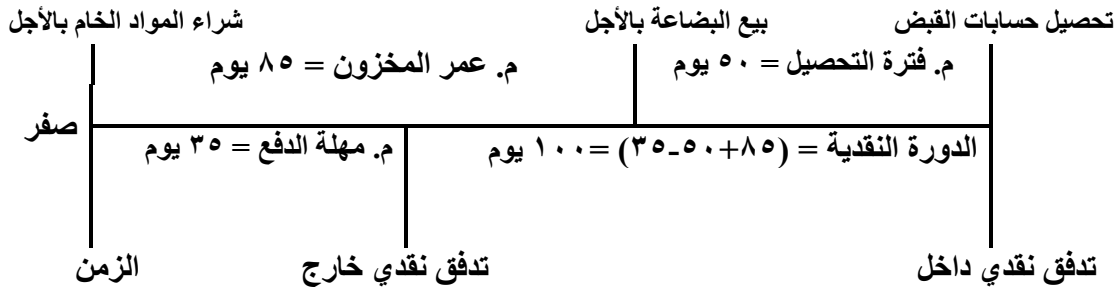
ويلاحظ أن شروط الائتمان بالنسبة للشركة يؤثر ليس فقط على نمط المتحصلات، بل أيضاً يؤثر على معايير الائتمان وسياسات التحصيل، ويقصد بمعايير الائتمان معايير الشركة في تحديد من يحصل على الائتمان أي إلى من يتم تقديم الائتمان، أما سياسات التحصيل فتحدد الجهود الذي يبذل بواسطة الشركة لتحصيل حسابات القبض في الحال وعندما يحين موعد استحقاقها.

ويمكن أن تستخدم المتغيرات في شروط الائتمان، معايير الائتمان، وكذلك في سياسات التحصيل يمكن أن تستخدم كل هذه التغييرات في تخفيض متوسط فترة التحصيل مع المحافظة على زيادة الأرباح الكلية للشركة.

فعلى سبيل المثال، تقديم خصم نقدي لتعجيل الدفع، واستخدام معايير ائتمان مفيدة لتخفيض متوسط فترة التحصيل. ومن المهم بالطبع أن تدرس الشركة تأثير من هذه

التغييرات مقدما على مبيعات وأرباح الشركة، ويوضح المثال التالي آثار التحصيل السريع على الحد الأدنى من النقدية المطلوب للتشغيل.

بافتراض أن الشركة موضوع مثالنا السابق، قادرة على تخفيض متوسط فترة التحصيل - عن طريق تغيير شروط الائتمان - من المستوى الحالي وهو (٧٠ يوم) إلى (٥٠ يوم)، فإن ذلك سوف يؤدي إلى تخفيض الدورة النقدية بمقدار (٢٠ يوم) ويصور الشكل البياني التالي الدورة الجديدة.



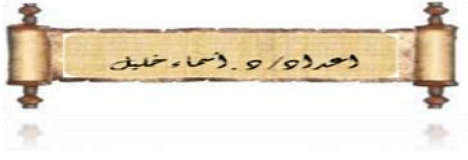
ويلاحظ أن التخفيض في متوسط فترة التحصيل من ٧٠ يوم إلى ٥٠ يوم قد أدى إلى زيادة معدل دوران النقدية من مستواه المبدئي مع مرات إلى ٣,٦ مرة (٣٦٠ ÷ ١٠٠) ويؤدي معدل دوران النقدية المتزايد إلى تخفيض الحد الأدنى للنقدية المطلوب من ٤ مليون إلى ٣٣٣٠٠٠٠٠ جنيه تقريباً (١٢٠٠٠٠٠٠٠ ÷ ٣,٦) ويمثل التخفيض في الحد الأدنى للنقدية ٦٧٠٠٠٠٠ جنيه (٤٠٠٠٠٠٠٠ - ٣٣٣٠٠٠٠٠) ويحقق ذلك وفورات سنوية للشركة تصل إلى ٣٣٥٠٠ جنيه (٦٧٠٠٠٠٠ × ٥%).

وبناء عليه فإنه عن طريق الإسراع بتحصيل حسابات القبض بمدة ٢٠ يوم فإن الشركة تحرر أموال قدرها ٦٧٠٠٠٠٠ جنيه. وفورات ٣٣٥٠٠ جنيه) والتي يمكن استثمارها في أصول أخرى تدر عائد، أو يمكن أن تستخدم في إعادة سداد الديون. وهكذا فإن الإدارة الفعالة لحسابات القبض تؤدي إلى وفورات مالية مؤكدة للشركة.

ومع ذلك فإنه عند تنفيذ هذه السياسات يجب أن توجه العناية والاهتمام إلى عدم الإضرار بسمعة الشركة الائتمانية، عن طريق التأخير الأكثر من اللازم في سداد حسابات الدفع، وكذلك تجنب نفاذ المخزون أو توقف الإنتاج نتيجة الاحتفاظ بمخزون أقل من اللازم، بمعنى أن تصاحب اتباع هذه السياسات، سياسة فعالة في إدارة المخزون، وهو موضوع النقطة الأخيرة في هذا الفصل.

الفصل الثامن
مبادئ وأسس الاستثمار
المالي





الفصل الثامن: مبادئ وأسس الاستثمار المالي

مقدمة

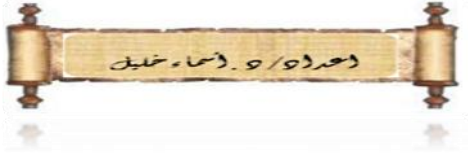
أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة، ونظراً لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الاقتراض، فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب العام، الذي هو عبارة عن تجميع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في هذه المشاريع.

هذا الاستثمار يقوم على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها، هذه الأخيرة تتنوع من حيث العوائد وتواريخ الاستحقاق، وتعتبر الأسهم التي تمثل صكوك ملكية، والسندات التي هي حقوق مديونية من أهم الأدوات الاستثمارية المستخدمة في الاستثمار المالي.

وبغرض الجمع بين البائعين والمشتريين لهذه الأدوات المالية، فقد أقيم نظام لتسهيل ذلك، والذي يتمثل في سوق الأوراق المالية التي تعد ركناً من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي.

أولاً: ما هيه الاستثمار المالي

الاستثمار المالي هو استثمار في أصل مالي يعطي حق المطالبة بأصل حقيقي، فالاستثمار المالي هو امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل والاستثمار المالي قد يكون من خلال عدة مجالات.



أعطيت عدة تعاريف للاستثمار المالي منها:

يعرف بأنه: "الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزنة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات....."
 كما يعرف أيضا على أنه: "شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكة حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية".

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

ثانياً: مجالات الاستثمار المالي

تتمثل فيما يلي:

١ - أدوات دين

تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أذونات الخزنة وشهادات الإيداع....، تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.

٢ - أدوات الملكية

تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة.

٣ - أدوات مركبة

تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.



فإن جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعاً، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقة بدوافع الادخار.

- تعدد الأدوات الاستثمارية؛ والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الدينامكية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

٢- أهداف الاستثمار المالي

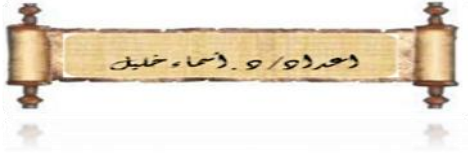
يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي:

• تأمين المستقبل

عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سناً معيناً، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

• تحقيق أكبر دخل جاري

يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.



• تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول

يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل.

• حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم

إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

• حماية الدخل من الضرائب

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

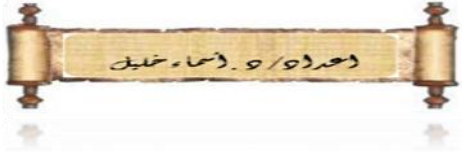
• تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاريون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.

رابعاً: خصائص الاستثمار المالي

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة.



وبجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

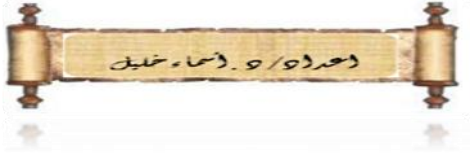
- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية.

- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس؛ فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.

- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلاً يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أياً كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسامسة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

خامساً: أدوات الاستثمار المالي

تعتبر الأوراق المالية من الأدوات الرئيسية التي يتم التعامل بها في السوق المالي، وتمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معاً، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأوراق المالية عدة أشكال منها: الأسهم، السندات والمشتقات المالية.



وسيتم التطرق إليها من خلال ما يلي:

- الأسهم.
- السندات.
- المشتقات المالية.

١. الأسهم

تشكل الأسهم أحد أدوات الاستثمار المالي، ويندرج ضمنها عدة خصائص وأنواع والتي يتم التطرق إليها من خلال النقاط التالية:

- تعريف الأسهم وخصائصها؛

- أنواع الأسهم.

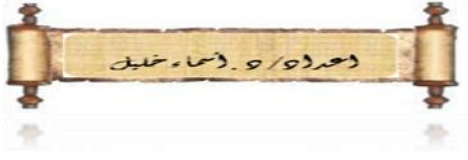
وللأسهم عدة تعاريف وخصائص يمكن إدراجها كما يلي:

أ. تعريف الأسهم

تعرف الأسهم على أنها عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، أو صكوك لها الحق في حصص شائعة في ملكية رأسمال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكا تناسيبيا في الشركة، كما تعد هذه الأوراق أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأس مال شركة الأموال.

السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق، قابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، حق التصويت فيها، حق الانتخاب، وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء.

كما عرف بأنه عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم، وحسب الأحوال،



ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها. هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين.

ويتميز كل منهم بقيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية، تمثل القيمة الاسمية القيمة التي يصدر بها السهم في عقد الإصدار، وتحسب بالصيغة التالية:

رأس مال الشركة

= القيمة الاسمية

عدد الأسهم

بينما تمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية، وهي معطاة بالعلاقة التالية:

رأس المال + الاحتياطات + أرباح غير موزعة

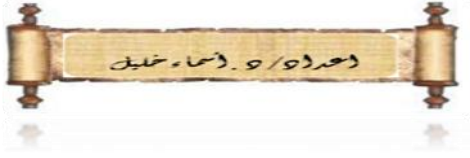
إجمالي حقوق المساهمون

عدد الأسهم

عدد الأسهم

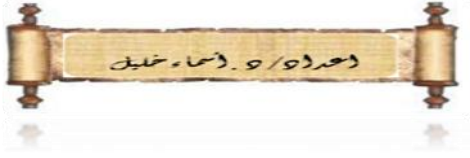
= القيمة الدفترية =

والفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية هو أن الأولى تمثل مفهوم محاسبي، بينما الثانية تمثل مفهوم قانوني، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية بسعر يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من الدفترية أو الاسمية، فان كان أداء الشركة جيد وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية.



ب. خصائص الأسهم

- للأسهم عدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها:
 - صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم العادية هم أصحاب الشركة.
 - الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح، وكذلك على اتخاذ القرار بتوزيعها.
 - الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، إن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.
 - أرباح السهم غير محددة مسبقاً، وتعتمد على الموقف المالي للشركة.
 - تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.
 - تساوي قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
 - الاستثمار في الأسهم لعبة ايجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.
 - قابلية السهم للتداول وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.
 - الاستفادة من حق التخصيص مجاناً في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.



ج. أنواع الأسهم

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الامتيازات التي تمنحها بعض الأنواع من الأسهم. وعليه، يمكن تصنيف الأسهم إلى ما يلي:

- أسهم عادية.
- أسهم ممتازة.
- أسهم خاصة.

■ الأسهم العادية

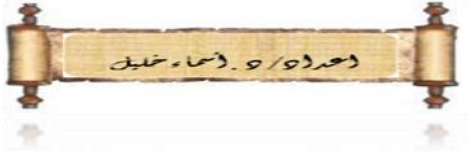
هي مستند ملكية، وهي أسهم ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم، وتأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال.

ويمكن تصنيف الأسهم العادية إلى عدة أنواع، تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف، والتي منها ما يلي:

من حيث الشكل

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى ما يلي:

- ❖ **أسهم لحاملها:** وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة.
- ❖ **أسهم اسمية:** هو سهم يحمل اسم صاحبه، وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة.
- ❖ **أسهم لأمر:** يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وتتم عملية تداوله عن طريق التظهير، دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة، إلا



أن الشركة تشتترط عند الإصدار أن تكون هذه الأسهم كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الاسمية، باعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة على تعقب تداول السهم.

– حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم

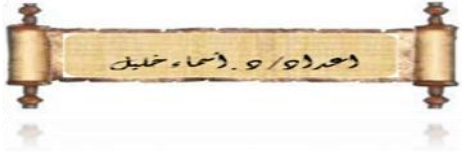
استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

- **الأسهم النقدية:** هي أسهم تمثل حصص نقدية في رأس مال الشركة، يدفع المكتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.
- **الأسهم العينية:** هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجدات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.
- **أسهم أو حصص التأسيس:** هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة، هي أسهم قد تكون اسمية أو لحاملها تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية.

– حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

- **الأسهم العادية:** وهي النوع السائد والمألوف من الأسهم ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة، وفي



نفس الوقت أكثر الأطراف التي تحمل الضرر والمخاطر في حالة فشل المنشأة.

○ **أسهم التمتع:** وهو الصك الذي يستلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية من سهمه، ويشترط لإعطاء هذه السهم أن يكون ذلك مصرحا به في القانون النظامي للشركة ويتم ذلك عن طريق القرعة.

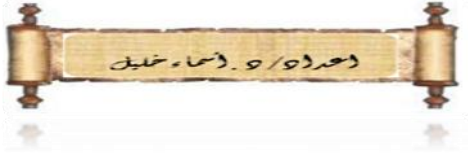
■ الأسهم الممتازة

هي ورقة مالية تمثل حق ملكية وأيضا حق مديونية، وباعتبارها ملكية فإنها تستحق أرباح مما تحققه منشأة الأعمال وتكون تلك الأرباح محددة بحددها الأدنى أو حدها الأعلى، وتدفع أولا لحملة الأسهم الممتازة لذلك فإنها تماثل السند في هذا الحق كما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على امتياز يتمثل في زيادة عدد الأصوات التي يتمتعون بها في التصويت، بالإضافة إلى امتياز الأولوية في الحصول على نصيب من أموال التصفية قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية.

وللسهم الممتاز قيمة اسمية، دفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة وللأسهم الممتازة عدة أنواع منها:

❖ الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح: يقصد بالأسهم

الممتازة مجمعة للأرباح بأنه إذا لم تكف أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة في سنة ما، لا يؤدي إلى سقوط حقهم في الحصول على نصيبهم من الأرباح وإنما تؤجل و تجمع مع المستحق في العام الموالي عندما تتوفر الأرباح، أما الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح فإنها إذا لم تحصل على النسبة المتفق عليها من أرباح الشركة



فلا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية حتى عندما تتوفر الأرباح.

❖ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح:

الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح تتميز عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت المعدلات أكبر من الحد الأدنى المقدر، بينما تستحق الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية بمعدل ثابت بغض النظر عن مقدار الأرباح التي ستحققها المنشأة.

❖ الأسهم الممتازة القابلة للسداد: يطلق عليها أيضا الأسهم الممتازة القابلة

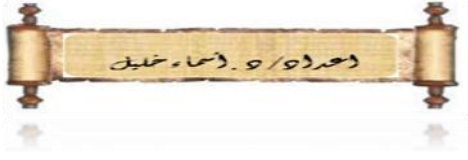
للاستدعاء، حيث تقوم الشركة بإصدارها وتحتفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، عادة ما تكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية محددة من الأرباح، لذلك فبمجرد تحسن المركز المالي للشركة، تنتهز هذه الفرصة وتقوم بسداد هذه الأسهم لأصحابها، للتخلص من النسبة العالية من الأرباح التي تدفعها لحملة هذه الأسهم.

❖ الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت: في الغالب ليس للأسهم

الممتازة حق التصويت في الجمعيات العمومية، غير أنه قد يحدث أن يعطى حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العمومية وقد يعطى لحملة هذه الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وقد يكون امتياز في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية.

❖ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: هي أسهم ممتازة تعطي

لحامليها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن ٧.٥% .



■ الأسهم الخاصة

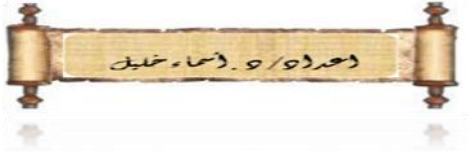
وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة بهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأس مالها كما أن إصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة وقواعد تداولها تختلف نوعا ما عن الأسهم العادية والممتازة، وللأسهم الخاصة عدة أنواع أهمها:

❖ **شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على توزيعات مثلها مثل الأسهم العادية غير أنها لا تعطي لحاملها الحق في التصويت أو المشاركة في الجمعية العامة.

❖ **سندات المساهمة:** تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات، الواردات، الاستثمار...، وتختلف خصائص هذه السندات من بلد لآخر فبينما نجد حاملها في الولايات المتحدة يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة- عند الاستحقاق - منقوصا من ذلك بعض المصاريف، نجد أن حاملها في فرنسا يحصل على فائدة وأن تاريخ الاستحقاق غير محدود، أما في الجزائر فحاملها يستفيد من فوائد، جزء منها متغير والأخر ثابت وهي غير قابلة للتسديد.

❖ **السندات بقسمة الاكتتاب في الأسهم:** هي سندات تمتاز بحق الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها مستقبلا، هذه الزيادة تتم عن طريق قسمة الاكتتاب في أسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك.

ويقدم هذا النوع من المستندات مزايا للمصدر والمستثمر فبالنسبة للمصدر يمثل قرضا بشروط تفضيلية، ذلك أن معدل الفائدة على مثل هذه الأوراق المالية يكون أقل من المعدل السائد في السوق أما بالنسبة للمستثمر فان هذا النوع من الأوراق المالية يتميز بميزة المضاربة.



٢. السندات

تعد السندات من أدوات الاستثمار المباشر القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية فأهمية السندات كوعاء استثماري تأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم العادية حيث يندرج ضمن هذا الصنف عدة خصائص وأنواع ويتم التعرض إليها في هذا المطلب من خلال ما يلي:

- تعريف السندات وخصائصها.

- أنواع السندات.

أ. تعريف السندات

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات في ذلك الإصدار حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة.

كما عرفت أيضا على أنها جزء من المديونية؛ بمعنى أن من يشتري سند فهو دائن للشركة يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا بغض النظر عن أداء الشركة، لذا فإن حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطرة بسيطة.

من خلال التعريف السابقة يمكن الاستنتاج أن السندات عبارة عن صك مديونية على الجهة التي أصدرته، قابل للتداول ويحصل حامله على سعر فائدة ثابت خلال مدة استحقاقها، على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه.

ب. خصائص السندات

تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي:

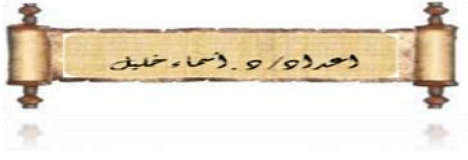
○ السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره.



- إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأسمالها.
- للسند قيمة اسمية، معدل فائدة، وتاريخ استحقاق.
- يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بغض النظر عن وضعية الشركة.
- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها، ولا التدخل في الإدارة والرقابة.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- السند يمكن أن يكون مضمون بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها.
- يمكن للسند أن يصدر بسعر أكبر من القيمة الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار.
- تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة مما يحقق وفورات ضريبية للشركة المصدرة.
- عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم، يعني القيمة الاسمية للسند.
- قابلية السهم للتداول حيث يحق لمالكة بيعه للغير.

ج. أنواع السندات

تقسم السندات وفقا لعدة معايير أهمها:



• حسب الجهة المصدرة

يمكن تصنيف السندات وفق الجهة المصدرة إلى:

- ❖ **السندات العامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.
- ❖ **السندات الخاصة:** تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.

• حسب ما تمتع به من ضمان

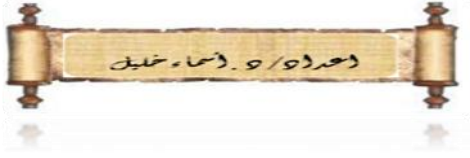
يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:

- **السندات المضمونة:** هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عن الوفاء بأصل الدين أو فائدته.
- **السندات غير المضمونة:** هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين (مركزها المالي).

• حسب العائد

يمكن هنا التمييز بين:

- ❖ **السندات ذات العائد الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.



❖ **سندات ذات العائد المتغير:** هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعاً لمؤشرات اقتصادية معينة.

• **حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات**

حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى:

❖ **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يحدد عند الإصدار.

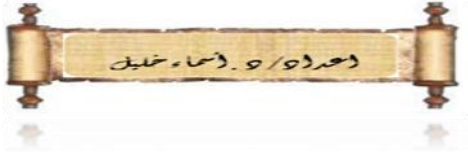
❖ **السندات غير القابلة للتحويل:** هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل.

• **حسب أجلها**

يمكن التمييز في هذا الصدد بين:

❖ **السندات الدائمة:** هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند بل يبيعه في السوق المالية.

❖ **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.



• حسب طريقة تداولها وتملكها

حسب هذا التصنيف تقسم السندات إلى:

❖ **سندات اسمية:** هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كل من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيل جزئي أي تسجيل القيمة الاسمية فقط، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تنزع منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.

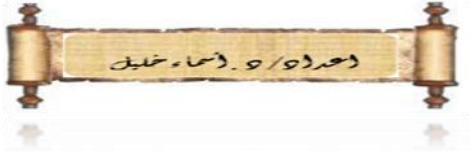
❖ **سندات لحاملها:** هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها.

❖ سندات ذات شرط الاستدعاء

يعطي هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء.

٣. المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من الأصول المعنية (الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والتي تتنوع بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح هذه العقود للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات:



- عقود الاختيارات.
- العقود المستقبلية.
- عقود المبادلات.

أ. عقود الاختيارات

• تعريف عقود الاختيارات

هو حق شراء أو بيع بسعر محدد مسبقاً لأصل معين خلال فترة زمنية معينة.

• أنواع عقود الاختيارات

يمكن التمييز بين عدة تصنيفات لعقود الاختيارات أهمها:

▪ التصنيف على أساس نوع الصفقة: تصنف إلى:

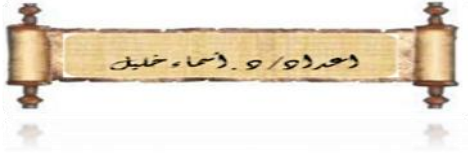
❖ **حق اختيار الشراء:** هو اتفاق يعطي الحق (وليس الإلزام) للمستثمر في شراء عدد معين من الأصول بسعر محدد مسبقاً وخلال مدة معينة نظير مكافأة يقدمها المستثمر.

❖ **حق اختيار البيع:** هو اتفاق يعطي حق للمستثمر (ولا يلزمه) بيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقاً لطرف آخر يرغب في الحصول عليها في المستقبل.

▪ حسب تاريخ تنفيذ العقد: تقسم حسب هذا التصنيف إلى:

❖ **حق الاختيار الأوروبي:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق تتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.

❖ **حق الاختيار الأمريكي:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.



- **حسب ملكية الأوراق المالية:** حسب هذا التصنيف تقسم إلى:
 - ❖ **حق الاختيار المغطى:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتعاقد بشأنها.
 - ❖ **حق الاختيار غير المغطى:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ب. العقود المستقبلية

العقود المستقبلية هي نوع من أنواع المشتقات المالية تبرم في اللحظة التي تناسب طرفيهما على أن يتم تنفيذ ما ورد في العقد، في تاريخ لاحق أما محل العقد فهو سلعة أو أصل ما ولها مجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من المشتقات المالية.

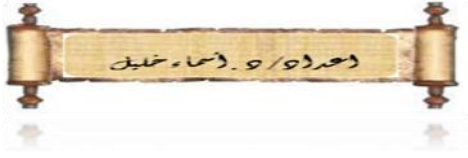
• تعريف العقود المستقبلية

هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم، ومن أكبر البورصات التي تتداول فيها العقود المستقبلية هي مجلس شيكاغو للتجارة وبورصة شيكاغو ميركانتايل.

• خصائص العقود المستقبلية

للعقود المستقبلية عدة خصائص أهمها:

- **الأصل:** عند تحديد الأصل المتفق عليه في العقد تعين البورصة مستويات السلعة التي تكون مقبولة نظرا لوجود تباين كبير في جودة أو نوعية ما هو متاح في السوق ويتم تعديل أو تسوية السعر وفقا للأصل المختار.



- **حجم العقد:** يقصد به كمية الأصل التي ينبغي أن تسلم بموجب عقد واحد، إذ تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد.
- **ترتيبات التسليم:** يجب أن يتم تحديد مكان التسليم بواسطة البورصة، خصوصا بالنسبة للسلع التي ترتبط بها تكاليف نقل كبيرة، ويتم تعديل السعر في حالات تحديد مواقع بديلة للتسليم.
- **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

ج. عقود المبادلة

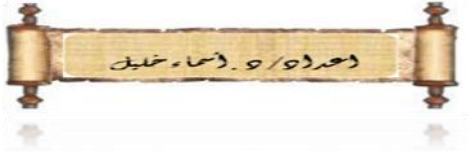
• تعريف عقود المبادلة

تعرف عقود المبادلة على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، إضافة إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في عقود لاحقة التنفيذ.

• أنواع عقود المبادلة

توجد عدة أنواع لعقود المبادلة أهمها:

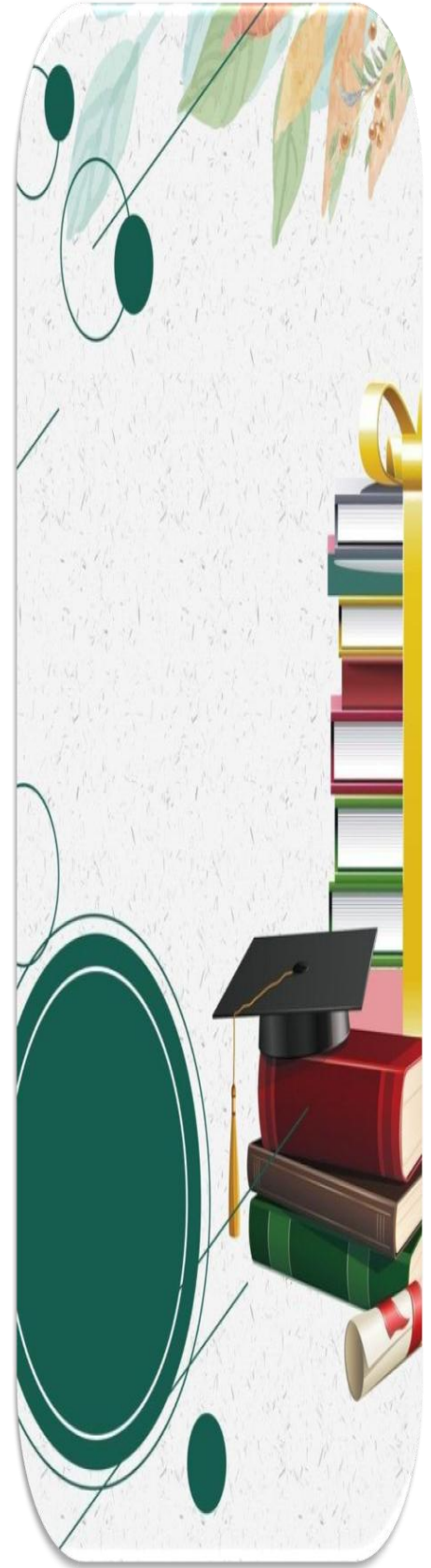
- ❖ **عقود مبادلة أسعار الفائدة:** هو اتفاق بين طرفين؛ حيث يوافق الطرف الأول على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة، وتتخذ عقود مبادلة أسعار الفائدة عدة أشكال أهمها:

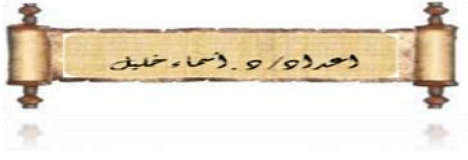


- ❖ **عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد:** هي عقود تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.
- ❖ **عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد:** هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنه في نفس الوقت محدد بسقف أوحد معين.
- ❖ **عقود مبادلة مختلفة:** تنطوي هذه العقود على شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل الفائدة متغير ومقيد.
- ❖ **عقود مبادلة العملات:** في ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابلة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الأجل وذلك لبيع العملة التي سبق شرائها أو شراء العملة التي سبق بيعها، وتوفر عقود مبادلة العملات للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها.



الفصل التاسع سوق الأوراق المالية





الفصل التاسع: سوق الأوراق المالية

مقدمة

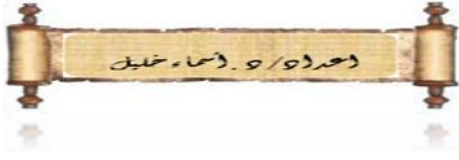
سوق الأوراق المالية هي سوق تختلف عن غيرها من الأسواق، فهي لا تعرض ولا تملك في معظم الأحوال البضائع والسلع، فالبضاعة أو السلعة التي يجري تداولها بها ليست أصولاً حقيقية بل أوراقاً مالية أو أصولاً مالية، وغالباً ما تكون هذه البضائع أسهماً وسندات. والبورصة سوق لها قواعد قانونية وفنية تحكم أدائها وتحكم كيفية اختيار ورقة مالية معينة وتوقيت التصرف فيها وقد يتعرض المستثمر غير الرشيد أو غير المؤهل لخسارة كبرى في حال قيامه بشراء أو بيع الأوراق المالية في البورصة لأنه استند في استنتاجاته في البيع أو الشراء على بيانات خاطئة أو غير دقيقة أو أنه أساء تقدير تلك البيانات.

وبالنظر إلى جو المنافسة الحرة في البورصة (سوق الأوراق المالية) فإن ذلك يقود في كثير من الأحيان إلى عمليات مضاربة شديدة انهارت فيها مؤسسات مالية وشركات كبرى، كما حصل في يوم الإثنين الأسود في بورصة نيويورك، أو يوم الاثنين الأسود الآخر الشهير في الكويت عام ١٩٨٣ عندما بلغت الخسائر في سوق المناخ للأوراق المالية قرابة ٢٢ مليار دولار. أو كارثة شهر فبراير في سوق الأسهم السعودية حيث فقد المؤشر ٥٠% من قيمته كما فقدت معظم المتداولين السعوديين ٧٥% من رؤوس أموالهم وأيضاً كارثة يوم الثلاثاء الأسود يوم 14 مارس ٢٠٠٦.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

أعطيت لها عدة تعاريف أهمها:

سوق الأوراق المالية هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع



وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظمة فتتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب.

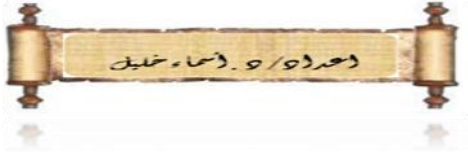
السوق المالية هي ذلك الفضاء الذي يتم فيه يوميا شراء وبيع أدوات استثمارية، حيث يلتقي فيها مباشرة العارضين والطالبيين لرؤوس الأموال طويلة الأجل، فهي بذلك أداة لتخصيص الموارد طويلة الأجل في خدمة المؤسسات والإدارات، وعليه فالسوق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية ومشتريها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، ولكن بشرط توافر قنوات الاتصال الفعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث يجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها.

وبهذا فالسوق المالية عبارة عن مفهوم لا يرتبط بوجود مكان معين، ولكن يرتبط بالتقاء العرض والطلب بغض النظر عن كيفية الالتقاء.

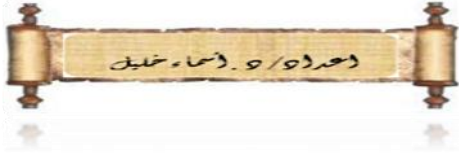
ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية

تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من المهام التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد بها، والتي تنعكس من خلال الأدوار التي تلعبها هذه السوق إذا ما توفرت لها البيئات المناسبة لعملها، والتي يمكن إجمالها في الآتي:

○ تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض للوحدات التي تعاني من عجز، أي بمعنى آخر التوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.



- تلعب سوق الأوراق المالية دوراً في خلق السيولة الكافية للمدخرين (المستثمرين)، عند رغبتهم في تسييل استثماراتهم في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات الطويلة الأجل (بصورة خاصة) إلى أصول سائلة بسهولة ويسر وبسعر مناسب، إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم، أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية، كما أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات.
- توفير فرص سانحة لجذب رؤوس الأموال الخارجية المباشرة فضلاً عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق.
- توفر سوق الأوراق المالية درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان وذلك بمساهمتها في تحقيق الضغط على موارد الجهاز المصرفي، وزيادة الائتمان في الخارج وبالتالي التخفيف من تأثيرات ارتفاع الأسعار (الضغوط التضخمية) التي يمكن أن تحدث نتيجة للتوسع في منح الائتمان.
- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.
- تحقيق صالح البائع والمشتري من خلال الحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية.



ثالثاً: مكونات سوق الأوراق المالية

إن العمل داخل سوق الأوراق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها سواء لحاجتهم إلى سيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة.

إذا يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية يتكون على مرحلتين ومن ثمة يتكون من نوعين، السوق الأولية والسوق الثانوية.

١ - السوق الأولية (سوق الإصدار)

تعتبر سوق الإصدار تلك السوق التي تهتم بإنشاء الورقة المالية لأول مرة، لذا فإنها تسمى أيضاً سوق الورقة الجديدة، التي تهتم فيها بتجميع المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل وهي السوق التي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية.

وسيتم التعرض إلى:

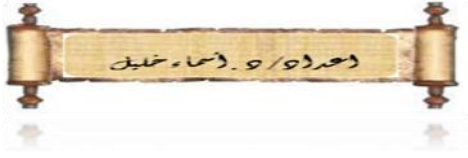
- مفهوم السوق الأولية.

- خصائص السوق الأولية.

أ. مفهوم السوق الأولية (سوق الإصدار)

أعطيت لها عدة تعاريف أهمها:

هي سوق تختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها، وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار العديد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة



المستثمر، وهو غير المنشأة المصدرة لتلك الأسهم أول مرة، وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية.

○ تنشئها مؤسسات مالية مختصة كوسيط مالي يعرض فيه للجمهور أوراق مالية جديدة.

٢. السوق الثانوية (سوق التداول)

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لاتصل إلى حجم السوق الثانوية (سوق التداول) التي يتم فيها إدارة الأوراق المالية، ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص، وكلما كانت السوق الثانوية سوق نشطة كانت حيوية للاقتصاد أكثر فعالية، فالتعامل الحقيقي يرتبط ارتباطا قويا بالسوق الثانوية.

وينطوي هذا العنصر على النقاط:

- تعريف السوق الثانوية.

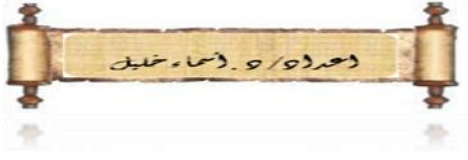
- أقسام السوق الثانوية.

أ. تعريف السوق الثانوية

أعطيت عدة تعاريف ذكر منها:

هي السوق التي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية بعد إصدارها، وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال السوق الأولية (سوق الإصدار)، وفيما يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية جديدة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية (أسهم، سندات أو أدوات المديونية الأخرى).

كما يقصد بها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم الاكتتاب فيها من قبل في السوق الأولية وتلعب هذه الأسواق دورا أساسيا في تنظيم



المحلية هي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو المناطق القريبة منها.

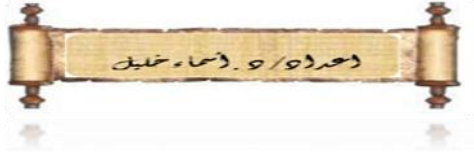
• السوق غير المنظمة

وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال التجار، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض، حيث أنه لا يوجد مكان محدد للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات، هذا ويوجد في الولايات المتحدة الأمريكية الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في السوق، ومنح تراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم لاختبارات مؤهلة، كما أن هذا الإتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل.

وهناك أسواق فرعية من الأسواق المنظمة وهي السوق الثالثة والرابعة تتمثل فيما يلي:

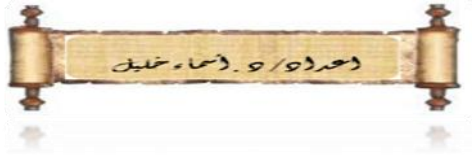
❖ **السوق الثالثة:** هي بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

❖ **السوق الرابعة:** يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية دون وساطة، والهدف منها استبعاد الشركات

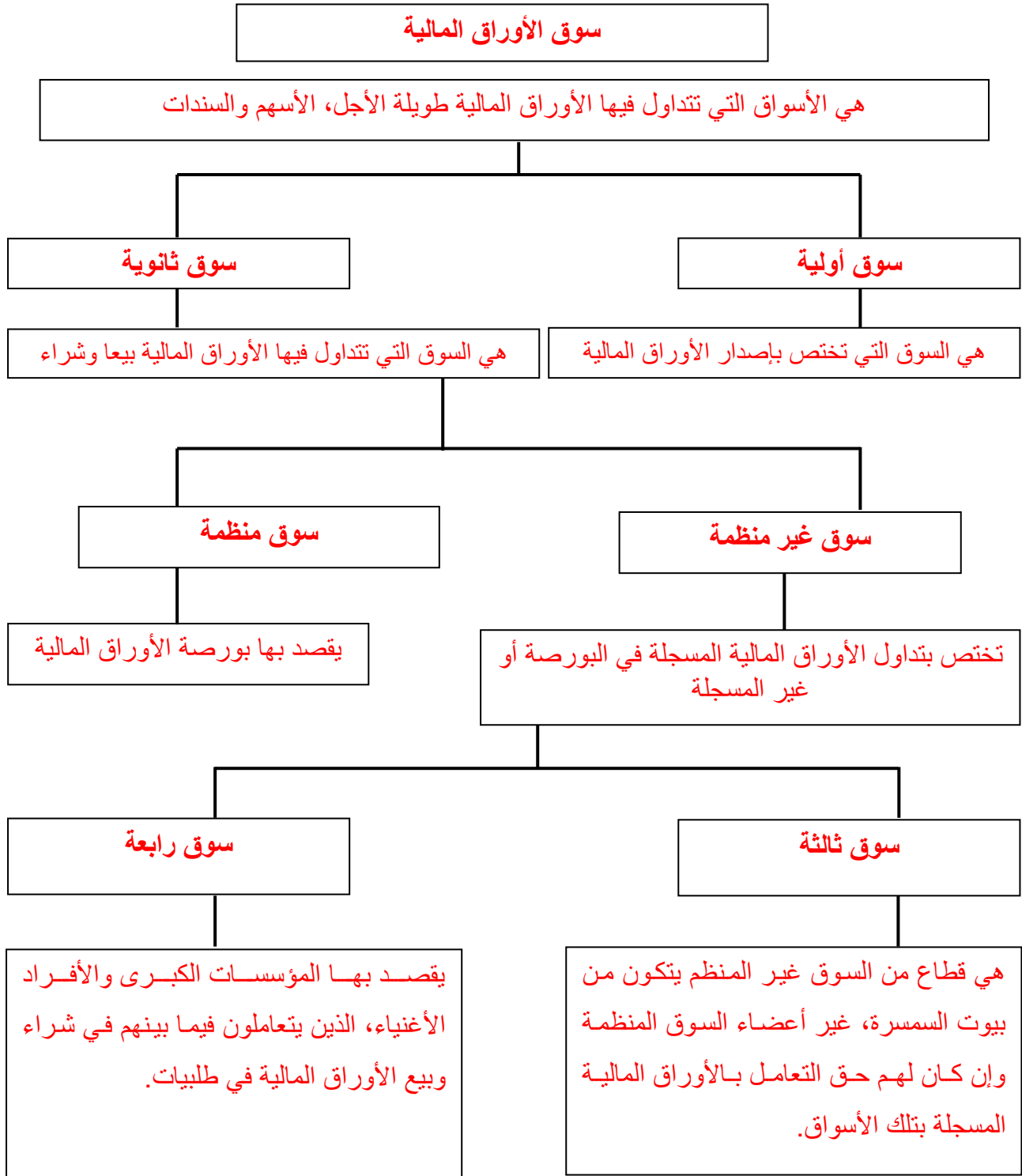


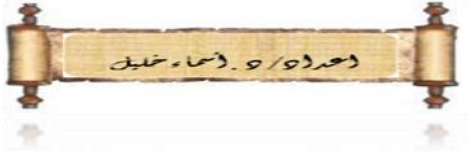
الإدارة المالية

التجارية والسمسرة بهدف تخفيض النفقات، ويتم التعامل فيها من خلال شبكة اتصال إلكترونية تسمى INSTINET حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.



هيكل سوق الأوراق المالية.





رابعاً: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

يتضمن هذا المطلب العنصرين التاليين:

- خصائص سوق الأوراق المالية.

- وظائف سوق الأوراق المالية.

١. خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق

الأخرى منها:

- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة

أمام المستثمرين للاستفادة منها في مختلف أرجاء العالم.

- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال

الوسطاء أو السماسرة.

- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة

وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- مرونة أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا

الاتصالات تعطي خاصية للأوراق المالية كونها تتميز عن غيرها من أسواق

السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل

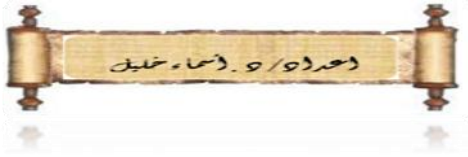
أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات

التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة

لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.



٢. وظائف أسواق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف المتعددة والمتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له هذه الأسواق، وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتتلخص هذه الوظائف في الآتي.

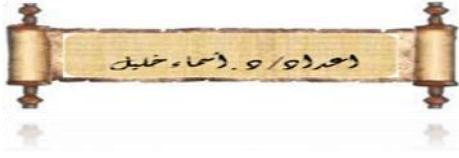
أ. الوظيفة التمويلية

تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الاستثمارية والاستهلاكية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا فالسوق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال.

ب. أداة لتحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر

يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب بأنها وظيفة أساسية في سوق الأوراق المالية باعتبار أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذا السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص، أيضا أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً.

كما تعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها.



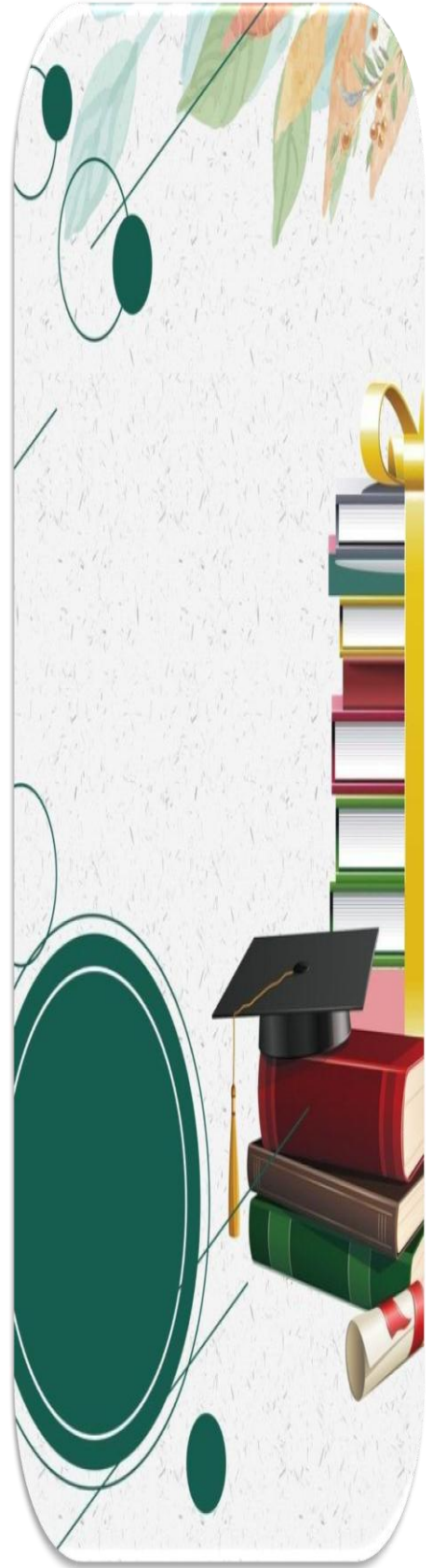
ج. تقديم المعلومات المالية: يتم تقديم المعلومات المالية للأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدرًا من الدقة المتعلقة بالتوقعات للأرباح في المستقبل كونها مؤسسات مالية متخصصة.

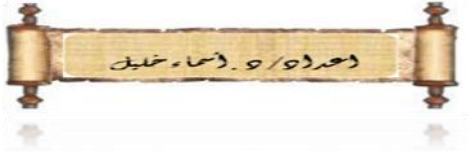
د. أداة تسهل تحويل العقارات إلى سيولة: يتميز الاستثمار في السوق المالية بالنسبة إلى باقي الاستثمارات لا سيما في الأصول الحقيقية، بقابليته للسيولة فحائز الورقة المالية المقيدة في تسعيرة البورصة يمكنه بيعها إلى مستثمر آخر في أقصر مدة ممكنة حيث أن هذه الأوراق المالية ما هي إلا عبارة عن صكوك تقابلها عقارات وأدوات ومعدات في المؤسسة وبالتالي فالمستثمر أو المساهم في المؤسسة يعتبر مال لجزء من تلك العقارات فإذا أراد التنازل عن حقه في المؤسسة فلا يقوم ببيع العقارات ليأخذ حقه، ولكن يمكنه بيع قيمة مساهمته عن طريق بيع الأوراق المالية التي يمتلكها في السوق المالية.

هـ. وسيلة لقياس قيمة الأموال: يتم الإعلان يوميًا في السوق المالية عن أسعار الأوراق المالية، هذه الأخيرة تعكس الصحة المالية للمؤسسة، وعليه فالسوق المالية أداة لقياس قيمة المؤسسات ذات الأحجام المختلفة، كما يمكن توقع قيمة هذه الأخيرة في المستقبل عن طريق صياغة فرضيات تتعلق بالتطورات الاقتصادية المستقبلية والحالة التي يمكن أن تكون عليها المؤسسة آنذاك. فالسوق المالية تعتبر أحد الركائز الأساسية لإقامة اقتصاد السوق وبالتالي فإن الأسعار اليومية المعلن عنها في البورصة Cotation Boursière بالإضافة إلى تقنيات التقييم المعتمدة من طرف المحللين (تحليل الميزانيات، التحليل المالي والتجاري، أفاق المؤسسة في السوق)، تشكل منهجية لتقييم المؤسسات، معترف بها من طرف المؤسسات المالية والإدارة الجبائية.



الفصل العاشر مخاطر الاستثمار المالي





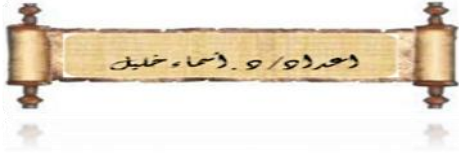
الفصل العاشر: مخاطر الاستثمار المالي

مقدمة

يسعى المستثمر في الأوراق المالية إلى تحقيق عائد مرضي يضمن له ضمن حده الأدنى تعويض عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة استثماره، وفي الحقيقة لا يمكن تصور وجود استثمار يحمي صاحبه من المخاطر، وأيضاً فإن الاستثمار في الأوراق المالية بشكل خاص يعرض المستثمرين لمخاطر متعددة منها ما قد ينجم عن تقلب الأسعار في الأوراق المالية المستثمر فيها، ومنها ما قد ينتج عن تقلبات أسعار الصرف بالإضافة إلى مخاطر القدرة على التخلص من الاستثمار في مدة زمنية معينة لذا يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد على الاستثمار، لأنه يعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل، وفي عالم كهذا يصعب بل يستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، إلا أنه يستطيع قياس المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية من خلال وضع توزيع احتمالي لهذا العائد، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة، ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظله.

وسيتناول هذا الفصل من خلال ما يلي:

- ما هي المخاطرة.
- أساليب الحد من المخاطرة.



كما عرفت على أنها «إمكانية الحصول على عائد فعلي مختلف عن العائد المتوقع والتي تعني ببساطة بأن هناك تقلبا في عوائد الاستثمار، وهي كذلك درجة تقلب العوائد في المستقبل، فالأسهم الأشد خطورة يجب أن تكون عوائدها مرتفعة لتعويض المستثمر في حالة عدم التأكد من إيراداته المستقبلية».

على أنه يمكن التمييز بين مفهومي المخاطرة وعدم التأكد، إذ يعتمد الموضوع على درجة المعلومات والبيانات التاريخية المتوفرة فالمخاطرة تصف موقفا ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة (توزيع احتمالي) بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، أما عدم التأكد فانه يصف موقفا لا يتوفر فيه لمتخذ القرار المعلومات التاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم عليه أن يضع تخمينات معقولة للصورة التي يمكن أن يكون عليها التوزيع الاحتمالي لذلك يطلق عليها التوزيع الاحتمالي الشخصي.

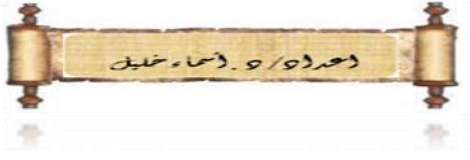
وهكذا يبدو أن الفرق الجوهرى بين الخاطرة وعدم التأكد، يكمن في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية.

٢. تصنيف المخاطرة

تصنف المخاطرة إلى مخاطرة منتظمة ومخاطرة غير منتظمة.

أ. المخاطرة المنتظمة

تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي ولا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطر.



ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي:

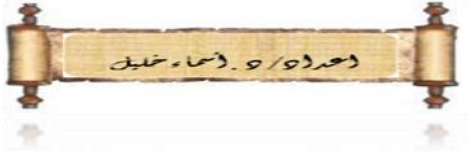
- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.
- لا يمكن تجنبها بالتنوع.

ب. المخاطر غير المنتظمة

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ويمكن حماية المستثمر لنفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، والتي لا يمكن أن تتأثر بتلك المخاطر المتفرقة في نفس الوقت، وهو ما يعرف بتنويع المخاطر الاستثمارية، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما:

- حدوث إضراب عمال في تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه.
- الأخطاء الإدارية في تلك الشركة.
- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة.
- الحملات الإعلانية من المنافسين.
- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلع هذه الشركة.
- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.

تجدر الإشارة إلى أن مجموع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة والكلية التي تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.



ثانياً: المخاطر المرتبطة بالأسهم

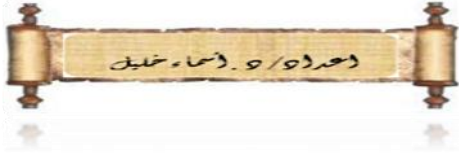
يجب على المستثمر أن يعرف المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمار، والتي تعتبر من الخطوات المهمة في هذا المجال، فمن بين المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم مخاطر السوق، الصناعة، الإدارة الإفلاس، الرفع التشغيلي،... ، مع ملاحظة أن هذه المخاطر يمكن أن تؤثر في السندات أيضاً ولكن بدرجة أقل وضوحاً وعمقاً.

١. مخاطر السوق

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معاً استجابة لأحداث خارجية (هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية)، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعوداً أو هبوطاً لأن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، ومن أهم المخاطر السوقية، تلك المخاطر الناتجة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة، مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني أطول بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور سوق الأسهم.

٢. مخاطر الإدارة

يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة



المشاكل واستغلال الظروف المواتية، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا إيجابيا على أسعار أسهمها.

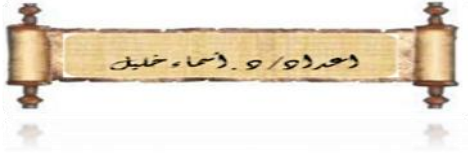
ففي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي ومن الأخطاء الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الظروف الطارئة كأزمات الطاقة وإضرابات العمال، خسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على تسيير الأزمات.

٣. مخاطر الصناعة

تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات إلى قابلية تغير العائد بسبب قوة معينة، لا تؤثر في غالبية المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة، وهذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة.

تنجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة، كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية، وهناك أيضا تأثيرات متمثلة بالتغيرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة، فضلا عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة، أو تكنولوجيا جديدة.

فمثلا عندما يقرر إتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة لزيائنها ومموليها، تتأثر بدرجة كبيرة بهذا



الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة، فسوف يحدث ضرر كبير في الأرباح، والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع، ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضا.

٤. مخاطر الأعمال

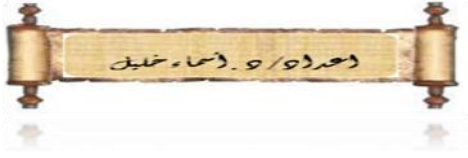
تشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء، وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، وتشتق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، لهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال فيما يلي:

التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة، التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة، التغير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي.

وتقاس مخاطر الأعمال بدرجة التقلب في صافي ربح العمليات عبر الزمن، وهو ما يمكن الوقوف عليه من خلال معامل الاختلاف لصافي ربح العمليات عبر سلسلة زمنية (من ٠.٥ إلى ١٠ سنوات) والذي توضحه المعادلة التالية:

$$\text{مخاطر الأعمال} = \frac{\text{الانحراف المعياري لربح العمليات}}{\text{متوسط ربح العمليات}}$$

نجد أن المستثمر الكاره للمخاطرة يمكنه تخفيض مخاطر الأعمال من خلال الاستثمار في أسهم الشركات التي تتصف بأرباحها بالاستقرار والثبات،



والتي هي على عكس الشركات التي تتقلب إيراداتها من دوران النشاط الاقتصادي.

٥. مخاطر الرفع التشغيلي والمالي

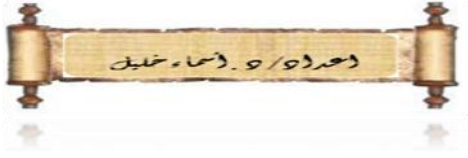
يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على السهم أي أن انخفاض بسيط في رقم المبيعات يؤدي إلى انخفاض كبير في ربح التشغيل ويتم حساب الرافعة التشغيلية على النحو التالي.

$$\frac{\text{التغير في ربح التشغيل}}{\text{التغير في المبيعات}} = \text{الرافعة التشغيلية}$$

أما مخاطر الرفع المالي فتحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.

وتكمن المخاطرة في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى الانخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر، ويمكن حساب الرافعة المالية على النحو التالي:

$$\frac{\text{التغير في صافي الأرباح بعد الضرائب}}{\text{التغير في ربح التشغيل}} = \text{الرافعة المالية}$$



٦. مخاطر الإفلاس

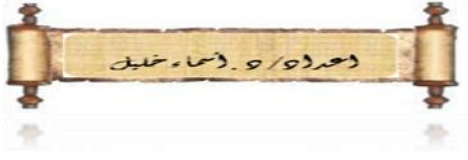
تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة أو الشركة، إذ قد تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، وتكمن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين على حقوقهم كاملة، حيث أنه يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المنشأة.

ثالثاً: المخاطر المرتبطة بالسندات

رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات للمستثمر مثل ثبات العائد، ودرجة الأمان التي توفرها السندات كأوراق مالية، إلا أن المستثمر في السندات يتعرض لجملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارته، وأهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات ما يلي:

١. مخاطر سعر الفائدة

تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقاً لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة، وأيضاً وفقاً لمعدلات التضخم السائدة، وفي ما إذا كان الاقتصاد يتسم بالانتعاش أو الانكماش، تبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة المتعكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية، فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على الأسعار الأخرى يشجع المستثمرين في السندات على بيع ما لديهم من سندات في السوق، مما يؤدي إلى زيادة العرض لهذه الأصول، ومع محدودية الطلب عليها في السوق فإن أسعارها تهبط وبشكل حاد وفقاً للعلاقة بين العرض والطلب، فأي تغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار السندات طويلة الأجل حيث قد



يتعرض المستثمر لخسارة كبيرة إذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها، وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول والخصوم التي تتأثر بتذبذب أسعار الفائدة.

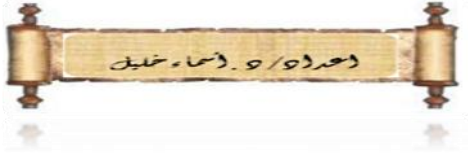
٢. مخاطر التضخم

يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية؛ أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن استثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، أي تعرض الأموال لانخفاض قيمتها الحقيقية، فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار قد يكون ذلك نوع من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت بمعدلات أكبر.

يكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي استثمار يحمل معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض قيمته الحالية، بينما يؤثر هذا على الأسهم بشكل أقل حيث تقابل مخاطر القوة الشرائية أو التضخم بارتفاع مماثل في أصول المنشأة المصدرة للأسهم.

٣. مخاطر استدعاء السند

تصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشرط الاستدعاء، مما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها، بعد تاريخ معين محدد في نشرة الاكتتاب، وعادة ما تعتمد المنشأة إلى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق، إذ في هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تعيد شراء تلك السندات، وإحلالها محل سندات جديدة ذات معدل فائدة أقل، هذا يعني أن الاستدعاء ينطوي على بعض المخاطر، إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي عن سند آخر ذو عائد أقل، وهو ما يطلق عليه بمخاطر إعادة الاستثمار.



لذا يجدر بالمستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار للتأكد من تضمنه شروط الحماية من الاستدعاء.

٤. مخاطر السيولة

يقصد بها إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وسهولة دون تعرض سعرها لانخفاض شديد حيث تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصا إذا كانت طويلة الأجل، لذلك فإن المستثمر يتعرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حدها الأدنى ينصح المستثمرون في السندات بأخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار:

- حجم الإصدار؛

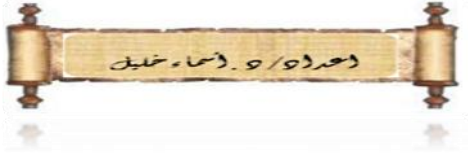
- حجم الصفقة؛

- فئة السند.

إذ كلما زاد حجم الإصدار، وزاد حجم صفقات التعامل، وارتفعت فئة السند، كلما زادت سيولته والعكس بالعكس.

٥. مخاطر الإطفاء السنوي للسندات

يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفى سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانها من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات.



لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي يتضمنه عقد الإصدار بعناية، للوقوف على أبعاد هذا الشرط، بما في ذلك الطريقة التي تحدد بها السندات المطفأة، وللتأكد إذا كان يشمل جميع الإصدار أو جزء منه، أو يشمل فئة محددة من السندات، أم جميع فئاتها دون استثناء.

٦. مخاطر تاريخ الاستحقاق

يقصد بها أنه كلما طال تاريخ استحقاق السند زاد عزم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثة سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثون سنة، هذا يعني أنه لا بد من حصول المستثمر على عائد أكبر يعوضه عن مخاطر الاستثمار في السندات التي يحل تاريخ استحقاقها بعد وقت طويل.

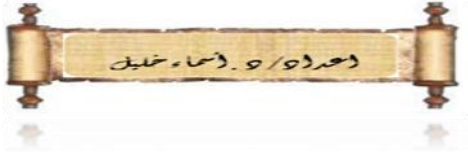
رابعاً: أساليب التقليل من المخاطرة

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية إلى مجموعة من المخاطر والتي يمكن أن تقلل من العائد المتوقع من الاستثمار، ولتفادي هذه المخاطر هناك مجموعة من الوسائل والتي يمكن من خلالها تقليل حجم المخاطر أو الحد منها. وسيتم التعرف إلى هذه الوسائل من خلال:

- التنويع.
- المشتقات المالية.
- أساسيات واستراتيجيات إدارة المحفظة المالية.

١. التنويع

الميزة الأساسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنويع، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض



المخاطرة، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنويع أهمها: تنويع جهة الإصدار، تنويع تواريخ الاستحقاق.

أ. تنويع جهة الإصدار

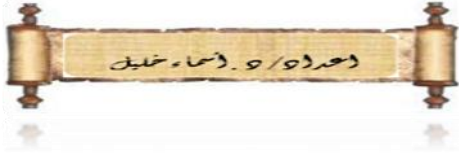
يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنويع وهما التنويع البسيط وتنويع ماركوتز.

• التنويع البسيط

يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مؤداها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر الذي يتعرض لها عائدها، وقد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقرر المستثمر ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن ٥% من مخصصات المحفظة، وذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد في أسهم عدد من المنشآت.

وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنويع إلى أن احتواء المحفظة الاستثمارية على حوالي ١٥ ورقة مالية كحد أقصى يؤدي غالباً إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر الخاصة أو المخاطر غير المنتظمة حيث لا يمكن التخلص من المخاطر المنتظمة عن طريق التنويع مهما كان عدد الأوراق المالية فيها، ويمكن توضيح أثر التنويع في تقليل المخاطرة غير المنتظمة من خلال الشكل التالي:

إن الايجابيات المترتبة عن إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضاً عدد من السلبيات المترتبة عن المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة، وأهم هذه السلبيات ما يلي:



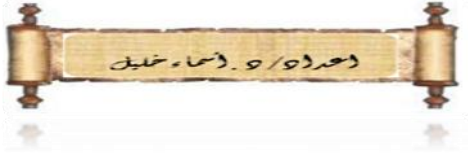
- **صعوبة إدارة المحفظة:** إن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستثمر لأوضاع الورقة المالية وذلك بهدف شراء أوراق مالية وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.
- **ارتفاع تكاليف المعاملات:** إن شراء وبيع الأوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط الذي يقوم بعمليات البيع والشراء، خاصة إذا قام المستثمر بشراء كميات صغيرة من أوراق مالية متعددة.
- **اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة:** حيث إن احتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة تزداد مع ازدياد عدد الأوراق في المحفظة.

• تنوع ماركوتز

على عكس أسلوب التنوع الساذج الذي يقضي بالاختيار العشوائي للاستثمارات المكونة للمحفظة، نجد أن أسلوب ماركوتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط بين العوائد المتولدة عنها)، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية، ولما كان معامل الارتباط يتراوح بين (+1) و(-1) فقد استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

ب. تنوع تواريخ الاستحقاق

تفرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى



الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما، وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك إلى ثلاثة أنواع:

- الأسلوب الهجومي؛
- تدرج تواريخ الاستحقاق؛
- التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل.

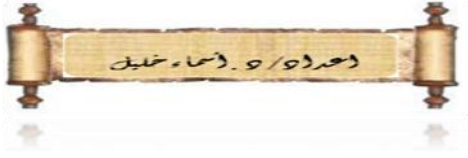
• الأسلوب الهجومي

يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل والعكس وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

إن نجاح هذه السياسة يعتمد على مدى صحة التوقعات، فإذا تحققت توقعات المستثمر فإنه يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التبديل، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلا فإن المستثمر قد يتعرض لخسائر كبيرة، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة ما لم يكن على درجة عالية من الكفاءة والمعرفة بشؤون الاستثمار.

• تدرج تواريخ الاستحقاق

يقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة ويقتضي هذا الأسلوب قيام المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق التي يمكن قبولها، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المالية المتاحة، فلو أن المستثمر يخطط لاستثمار ١٠ مليون، وأقصى



٢. المشتقات المالية

المشتقات المالية هي أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، وفي السنوات الأخيرة اكتسبت المشتقات المالية أهمية متزايدة نظرا للدور الذي تلعبه في تقليل المخاطر والحد منها.

ويتم التطرق في هذا المطلب إلى النقاط الموالية:

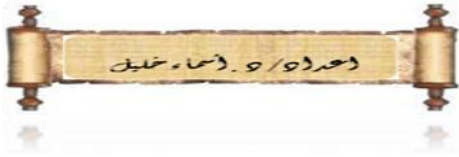
- إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار؛
- إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبلات.

أ. إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار

تمثل حقوق الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، والتي من أهمها على وجه الخصوص، تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع شراؤها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر ومنها ما يهدف إلى زيادة العائد وأهم هذه الاستراتيجيات:

ب. التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء

التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين؛ حيث يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزعم المستثمر شراؤها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني في العقد بتنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد على السعر المتفق عليه، وبذلك يضمن الحصول على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ وتتم التغطية عن طريق اتخاذ موقف مضاد باستخدام نفس الأوراق المالية، فإذا كان



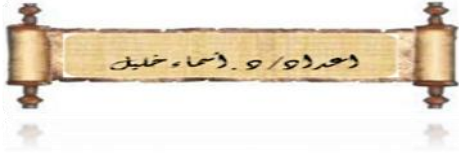
المستثمر غير متأكد مما إذا كان سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون أقل أو أكبر من سعر التنفيذ، فإنه يمكنه عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم (بيع الأسهم)، واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بحق اختيار الشراء (بمعنى شراء حق اختيار الشراء)، أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة عن طريق تدنيه الخسائر دون التأثير على ما يحققه من عائد.

ج. التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار البيع

يتبع حق اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني (محرر العقد) تنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل العقد عن سعر التنفيذ، وتقوم إستراتيجية التغطية باستخدام حق اختيار البيع على أساس قيام المستثمر بشراء الأسهم، بمعنى اتخاذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم واتخاذ موقف قصير لحق الاختيار (بمعنى بيع حق اختيار بيع)، ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأوراق المالية سترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الآن، وفي نفس الوقت يقوم بتحرير حق اختيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأوراق إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك.

د. التغطية ضد المخاطر باستخدام حقوق الاختيار المزدوجة

في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر في نفس الوقت بشراء عقد اختيار شراء وعقد اختيار بيع لنفس الأوراق المالية ليس هذا فحسب، كما يكون تاريخ تنفيذ العقد واحدًا، كذلك تاريخ الانتهاء ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا ساد لديه اعتقاد أن الأسهم التي بين يديه قد تتعرض لتغيرات كبيرة في السعر غير أن المستثمر لا يستطيع تحديد اتجاه هذا التغير، كما أن هذه الإستراتيجية تستخدم في المواقف طويلة الأجل ويمكن أيضا استخدامها في المواقف قصيرة الأجل، عندما يشعر المستثمر أن التغيرات في أسعار الأوراق

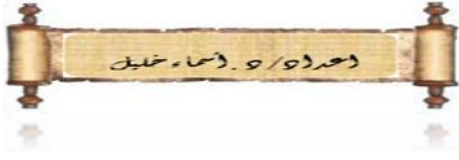


المالية لن تكون كبيرة سواء لأعلى أو لأسفل. ويلاحظ أنه كلما طالت الفترة الزمنية التي يظل فيها سعر السهم مستقرا نسبيا فان المحرر هو المستفيد عن طريق حصوله على المكافأة، سواء كان العقد حق اختيار شراء أو حق اختيار بيع، أما إذا زادت حدة التغيرات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل فان المستثمر يحقق خسارة كبيرة في حالة قيامه بتحرير حقي بيع أو شراء معا.

هـ. إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبلية

من أهم الأنشطة الأساسية التي تتعامل في سوق العقود المستقبلية التحوط حيث يسعى المستثمر إلى تقليل المخاطرة من خلال التحوط الذي يهدف إلى تجنب تعرضه لمخاطر التغيرات السعرية على مركز أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضر، ويتم التحوط بأخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية؛ فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما وله مركز في السوق الحاضر ويخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، يمكنه أخذ مركز عكسي في سوق العقود، وذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل، أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاما عليه أخذ مركز عكسي في سوق العقود بشراء عقد على ذات الأصل، وفي ظل هذا النوع من التحوط فان الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق تعوضه المكاسب التي يحققها في السوق الآخر وللتمييز بين ما يسمى بالتحوط الكامل وغير الكامل، فالتغطية الكاملة تتطلب توفر ثلاثة شروط إذا غاب أحدها تحولت إلى تغطية غير كاملة وهي:

- **تاريخ التسليم:** يجب تطابق تاريخ التسليم في العقد المستقبلي مع تاريخ الحصول على الموارد المالية لتحقيق التغطية الكاملة.
- **حجم العقد:** لكي تتحقق التغطية الكاملة لابد أن تكون قيمة العقد المستقبلي مساوية للقيمة التي ينطوي عليها المركز الذي أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر.



- الأصل محل التعاقد: ينبغي أن يكون العقد المستقبلي على أصل مماثل للأصل الذي أخذ عليه المستثمر مركزا في السوق الحاضر.

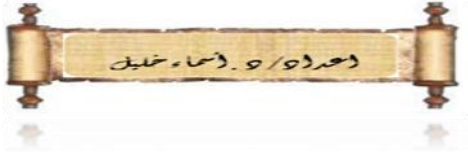
و. إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة

تعد عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداما، والهدف الرئيسي منها هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك عندما تتفق مؤسسة مصدرة لأوراق مالية سبق وأن أصدرت أوراق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة، ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى، وذلك دون المساس بالتزام أي منهما الأصلي على الورقة المالية، والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق هو أن كل منهما قد نظر إلى المشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقا لظروفها وتوقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، رأت المؤسسة الثانية العكس، وبأن مصلحتها وطبقا لظروفها وتوقعاتها تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابت، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المبادلة.

فالمؤسسة الأولى تستطيع تجنب مخاطر ارتفاع سعر الفائدة، وعلى وجه الخصوص عندما ترتفع أسعار الفائدة عن معدل العائد الذي تحققه استثماراتها، حيث تستطيع أن تحصل على الفرق من الطرف الثاني للمبادلة.

٣. سياسات واستراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية

تقوم سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة المالية على أساس أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل،



ومرجع هذا الاعتقاد هو خبرة ومهارة تحليلية لدى المستثمر أو معلومات لا تتاح للآخرين، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية أو تقليل المخاطرة.

٣. السياسات المتبعة لإدارة المحفظة المالية

توجد عدة سياسات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية ومن أهم هذه السياسات:

أ. السياسة المتحفظة أو الدفاعية

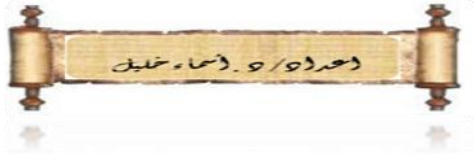
وهي سياسة يتبناها مديروا المحافظ المتحفظون جدا تجاه عنصر المخاطر لذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ويطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أدوات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل الأسهم الممتازة، وبنسب تتراوح بين ٦٠% و ٧٠% من رأس مال المحفظة، وميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمرًا لمدة طويلة من الزمن، كما توفر له هامشا مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر.

• السياسة المتوازنة

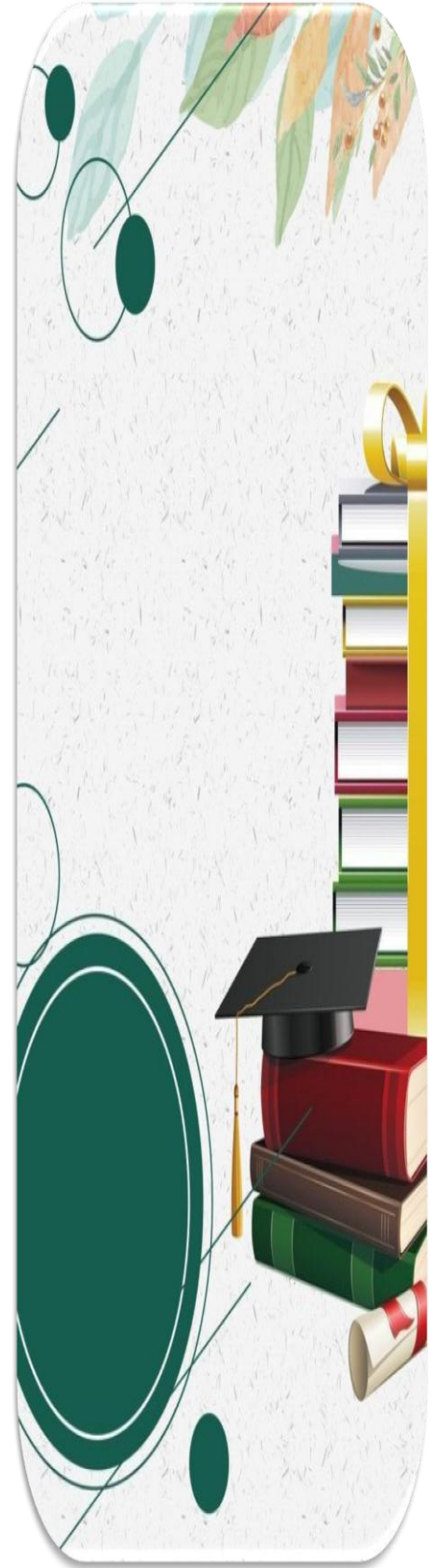
يتبنى هذه السياسة غالبية مديري المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة، وذلك بإتباع ما يعرف في عالم الاستثمار بقاعدة الرجل الحريص، بذلك يوزعون رأس مال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة بكيفية تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية متى لاحت فرصة مناسبة لذلك ويطلق على المحفظة الملائمة لهذه السياسة مصطلح المحفظة المتوازنة، وتتكون قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة

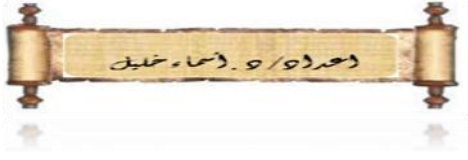


كأذونات الخزنة وشهادات الإيداع بجانب أدوات استثمار طويلة الأجل كالسندات والأسهم، بما يتيح لمديرها انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار الفائدة من جانب إلى آخر.



الفصل الحادي عشر التمويل الدولي





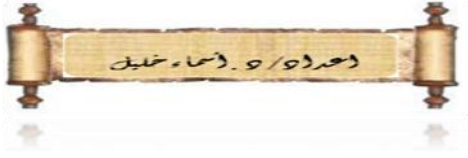
الفصل الخامس عشر: التمويل الدولي

مقدمة

يعد التمويل الدولي، شيء أساسي لاستمرار أي اقتصاد، سواء كان نامياً أو متقدماً، وهو متطلب جوهري لاقتصاديات البلدان النامية، حيث تتطلب عملية التنمية بكافة أشكالها (اقتصادية أو اجتماعية)، توفير احتياجات عديده، للوصول إلي مستوى ملائم لمعدل النمو الاقتصادي. لذا فعنصر "رأس المال" هو أحد عناصر الإنتاج الأساسية، وفقدانه أو انخفاضه في البلدان النامية يجعلها تستعين برأس المال الأجنبي، لسد النقص الحاصل في عملية التنمية في هذه البلدان، ورفع معدلات النمو الاقتصادي، وتستغل المؤسسات الدولية هذه الظروف وتضع شروطها.

ومنذ خمسينيات القرن الماضي، أصبحت المصارف الدولية هي المهيمنة على العالم في عقد السبعينات وما تلا ذلك، ومن ثم فقد ازدادت حركة القروض الدولية، وارتفعت إلي مستويات لم يكن يعرفها العالم من قبل، بالإضافة إلي الظواهر الدولية الأخرى مثل الاستثمار الأجنبي المباشر.

ولهذا فإن الكلمة الأولى تعني عمومية التحليل في مسألة انتقال رؤوس الأموال من حيث أماكن وفرتها (أصحاب الفائض) إلي حيث أماكن ندرتها (أصحاب العجز)، ويتم هذا الانتقال عبر مجموعة من الوسطاء الماليين سواء كان ذلك في شكل بنوك أو شركات تأمين أو صناديق ادخار أو أسواق المال إلي غير ذلك من مؤسسات الوساطة المالية، فضلا عن انتقال رؤوس الأموال عن هذا النحو التي تكون من أهدافها الأساسية الحصول على أكبر عائد ممكن



على هذه الأموال.

أما الكلمة الثانية من مصطلح التمويل الدولي تشير إلي الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دولياً، وهذا يعني أن تحرك رأس المال في هذا الإطار سيكون خارج الحدود السياسية لدول العالم.

كما أن الطبيعة الدولية في التمويل تبين مدى اختلاف الدول في مجال الفائض والعجز في عنصر رأس المال، والعامل الحاسم في تحديد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال من دولة إلي أخرى أو من سوق إلي أخرى هو شكل العلاقة بين الادخار و الاستثمار على مستوى الوطني، والجدير بالذكر أن ندرة رأس المال بالنسبة للطلب عليه في دولة تؤدي إلي ارتفاع عائدته في هذه الدولة، ومن ثم فإن رأس المال سيتدفق داخل هذه الدولة.

ولكن المستثمر الذي يقبل على شراء السندات المطروحة للبيع لن يقدم على شرائها إلا إذا كان معدل العائد على هذه السندات أكبر من العائد الذي يمكن تحقيقه من الفرص الاستثمارية الأخرى داخل البلد الأجنبية، وهذا يشير إلي أن الانتقال الدولي لرأس المال يتحرك وفقاً لمقدار العائد المحقق من هذا الوعاء الاستثماري (السندات) مقارنة بالعوائد الأخرى التي يمكن تحقيقها من التوظيفات الاستثمارية الأخرى سواء كان ذلك داخل الدولة أو خارجها.

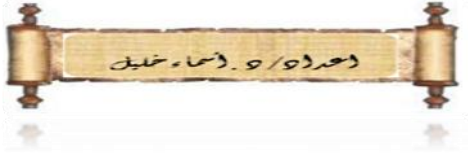
أولاً: التحركات المالية الدولية

وتتقسم التحركات الدولية بصفة عامة إلي تحركات رسمية وتحركات

خاصة:

١. التحركات الرسمية: يقصد بالتحركات الرسمية لرؤوس الأموال تلك

القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقرضة، وحكومات الدول



ثانياً: أهمية التمويل الدولي

تختلف أهمية تدفقات رؤوس الأموال بين دول العالم باختلاف وجهات النظر بين الدول المقرضة لرأس المال والدولة المقترضة له من ناحية، وباختلاف نوعية رأس المال المتدفق من ناحية أخرى ويكون تحليل أهمية التمويل كما يلي :

١- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقرضة (المتلقية) : تستهدف

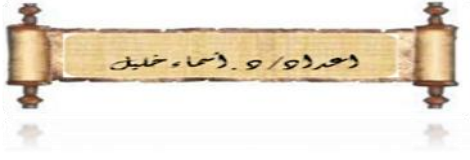
الدول المتلقية(*) لرأس المال في الغالب :

- تدعيم برامج وخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- رفع مستوى معيشة السكان.
- مواجهة العجز في موازين المدفوعات وسد الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المحققة.

كما يمكن للدول أن تقترض من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي والمحافظة على مستوى معيشي معين، فإذا كانت الموارد الخارجية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية، فإن الاعتماد على القروض أو المنح الخارجية يصبح أمراً لا مفر منه.

كما قد تعلق الدولة أهمية كبيرة على التمويل الخارجي في شكل استثمارات أجنبية مباشرة، وذلك لأن الاستثمارات المباشرة توفر تكنولوجية متقدمة وخبرات إدارية رفيعة المستوى بالإضافة إلي تفاعل المشروعات الممولة من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع الأسواق الدولية، وهو ما يؤدي إلي زيادة الإنتاج من السلع القابلة للتصدير، كما تؤدي إلي توفير فرص توظيف وتحسين

(*) كلمة المتلقية ذات مفهوم واسع لكل التدفقات الرأسمالية سواء كانت قروض أو منح أو استثماراً مباشراً أو أي شكل من أشكال التدفق (بدلاً من كلمة المقرضة).



جودة الإنتاج.

٢- أهمية التمويل الدولي من وجهة نظر الجهات المقرضة :

فمن وجهة نظر الجهات المانحة فإن هناك سيادة للأهداف والدوافع السياسية بالنسبة للتمويل المتدفق من المصادر الرسمية الثنائية ومتعددة الأطراف.

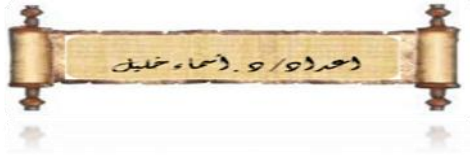
وتحاول الدول التي تمنح قروضا رسمية لدولة أخرى أن تحقق أهدافا عديدة كتصريف الفوائض السلعية لديها وزيادة صادراتها وتشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية في أعمال النقل والوساطة والتأمين والمقاولات وبيوت الخبرة المختلفة بها.

كما أن الحصول على قرض معين من دولة أخرى لا يعني إعطاء الدولة المقترضة الحق في استخدامها بحرية كاملة والشراء من أي سوق من الأسواق الدولية وفقا لأجود أنواع السلع وأرخص الأسعار، ولكن الدولة المانحة تريد تحقيق أهداف عديدة منها :

- تحسين صورة الدولة المانحة أمام المجتمع الدولي وإظهارها كدولة تحارب الفقر في العالم.

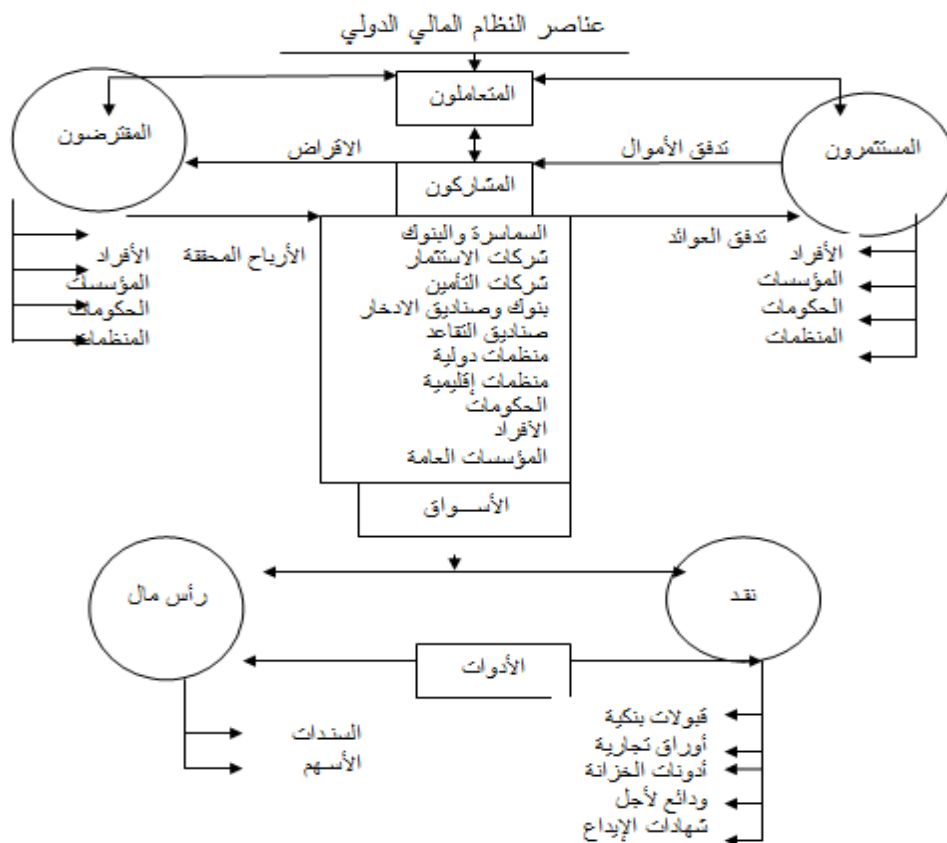
- حماية مصالح بعض القطاعات الإنتاجية بالداخل كالقطاع الزراعي (الذي ينتج كميات كبيرة ويؤدي عدم تصديرها إلي انخفاض أسعارها وإصابة المنتجين بإضرار جسيمة، ولهذا يمكن التخلص من هذه الفوائض السلعية عن طريق القروض والمساعدات).

- تحمل الدولة المانحة للقرض المشاريع الممولة بالقرض تكاليف النقل والتأمين لدى شركات تابعة للدولة المانحة بالإضافة إلي تكاليف الخبراء والمشرفين.



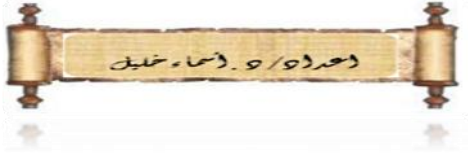
ثالثاً: أهمية التمويل الدولي على المستوى العالمي

إن أهمية التمويل الدولي من منظور العلاقات الاقتصادية الدولية تكمن في تمويل حركة التجارة الدولية من السلع والخدمات وأي انخفاض في مستوى السيولة الدولية لتمويل حركة التجارة يؤدي إلي انكماش العلاقات الاقتصادية بين الدول، وإذا كان القطاع الخارجي في معظم الدول يعد بمثابة القطاع المحرك للنمو فإن انخفاض حجم هذا القطاع وانكماش نشاطه سيؤثر على معدلات النمو ويقلل حجم الإنتاج المخصص للتصدير والسلع المستوردة للاستثمار والاستهلاك.



شكل رقم (١) عناصر النظام المالي الدولي

يتضح من الشكل السابق أن العناصر الأساسية التي يشتمل عليها النظام



المالي الدولي تتكون من المتعاملين و الأسواق و الأدوات.

١. المتعاملون:

هم الركيزة الأساسية للنظام المالي الدولي ويتكون المتعاملون في ظل النظام المالي الدولي من المستثمرين المقترضين والمشاركين.

أ. المستثمرون:

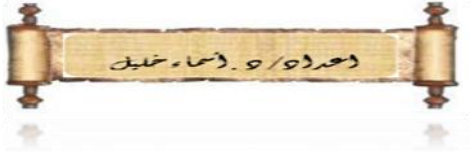
ويشير التوظيف المالي إلى الاستثمار في إحدى الأصول المالية كالأسهم والسندات أو غيرها من الأدوات المالية الأخرى والتي تدر عائداً مالياً لصاحب هذا المال.

ب. المقترضون:

وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية والإقليمية الذين يحصلون على قروض من الأسواق المالية الدولية أو يقومون بطرح (بيع) سندات في هذه الأسواق، أو بالاقتراض المباشر من التجمعات المصرفية أو المنظمات الدولية أو من الحكومات المختلفة. والمقترض عادة ما يرغب في الحصول على الأموال من مصادر مختلفة بهدف توظيفها في استثمارات حقيقية بشراء معدات والآلات والقيام بعمل مؤسسات ومصانع ومشروعات جديدة، وفي هذه الحالة فإن المقترض يصبح بمثابة الشخص المستثمر.

وتأخذ الأموال في إطار النظام المالي الدولي اتجاهين:

الاتجاه الأول: هو تدفق هذه الأموال من المدخرين (أصحاب الفائض المالي) إلى المقترضين الذين يستخدمون هذه الأموال في الاستثمارات (أصحاب العجز المالي).



الاتجاه الثاني: هو تدفق عوائد وأرباح هذه الأموال من المقترضين إلي المدخرين.

ج. المشاركون:

والمشاركون بالنظام المالي الدولي هم في الواقع: السماسرة والوسطاء الذين يتعاملون في الأسواق لحساب الغير أو لحسابهم مثل البنوك وشركات الاستثمار المالي وشركات التأمين وبنوك وصناديق الادخار ... إلخ بالإضافة إلي صناديق التقاعد والمنظمات الدولية والاقليمية المختلفة والحكومات والشركات دولية النشاط (متعددة الجنسيات) والأفراد من مختلف دول العالم...

٢. الأسواق:

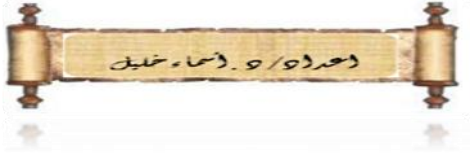
تمثل الأسواق المالية المحلية والدولية الشبكة الأساسية التي تنتقل من خلالها رؤوس الأموال وتنقسم الأسواق المالية من وجهة نظر الآجال الزمنية والأدوات المستخدمة إلي أسواق نقد Money Market وأسواق رأس المال Capital Market.

وفي أسواق النقد: يتم التعامل بأدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح آجال استحقاقها بين يوم وأقل من سنة، وتتأثر أسواق النقد بالتغيرات التي تطرأ على أسعار صرف العملات المختلفة، كما تعكس الأدوات ديناً محدداً.

أما أسواق رأس المال: فإن الأدوات المستعملة تعكس غالباً حقوق الملكية مثل الأسهم كما تعكس كذلك ديوناً طويلة الأجل مثل السندات، وتؤثر أسعار الفائدة بدرجة كبيرة في حركة الأموال في هذه الأسواق وبدرجة أقل تغيرات أسعار الصرف.

٣. الأدوات:

تختلف الأدوات باختلاف نوعية السوق.



ففي أسواق النقد تكون أدوات التعامل في معظمها قصيرة الأجل مثل:

- أدونات الخزينة.
 - الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.
 - شهادات الإيداع المخزنة والودائع لأجل وصكوك الديون المختلفة.
- أما الأدوات المستخدمة في أسواق رأس المال وهي الأدوات طويلة الأجل

مثل:

- الأسهم التي تصدرها الشركات الصناعية.
- السندات الدولية التي تقوم بطرحها هذه الشركات وتلك التي تطرحها حكومات الدول المختلفة في أسواق المال الدولية.

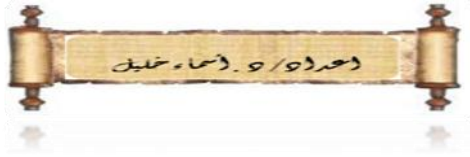
رابعًا: مصادر التمويل الدولي

إن التدفقات الرأسمالية الدولية تنقسم من حيث الأجل الزمنية إلي : تدفقات قصيرة الأجل، وتدفقات طويلة الأجل.

كما تنقسم حسب الجهات الدائنة إلي :

١. مصادر رسمية: قد تكون ثنائية أو متعددة الأطراف:

أ. المصادر الرسمية ثنائية: تتمثل المصادر الثنائية في التمويل الدولي في تلك القروض والمساعدات التي تعقد بين الحكومات المختلفة ويتم منح هذه القروض بعد عدة مفاوضات تجري بين حكومات الدول المانحة وحكومات الدول المتلقية للقروض وتدور عادة هذه المفاوضات حول: قيمة القرض، أجل استحقاقه، معدل الفائدة، مصاريف الارتباط، طريقة الاتفاق والسحب من القرض، كيفية السداد، وفترة السماح إن وجدت.



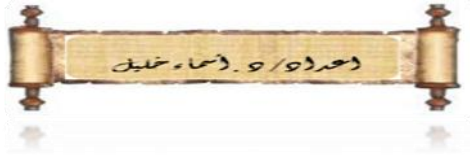
ب. المصادر الرسمية متعددة الأطراف: تتمثل في مصدرين أساسيين هما: مؤسسات التمويل الدولية (البنك الدولي للإنشاء والتنمية، هيئة التنمية الدولية، البنك الدولي للإنشاء والتنمية، صندوق النقد الدولي) كما تنقسم مؤسسات التمويل الإقليمية إلى (بنك الاستثمار الأوربي، بنك التنمية الإفريقي، بنك التنمية الآسيوي، صندوق العربي).

.٢

مصادر غير رسمية (خاصة): ويقصد بالتحركات غير الرسمية لرؤوس الأموال القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات خاصة) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة و يأخذ هذا النوع من التحركات الدولية لرؤوس الأموال الأشكال الفرعية التالية:

أ. تسهيلات الموردين: ويطلق عليها أحيانا قروض التصدير، وهي عبارة عن ائتمان مضمون من حكومات الدول المقترضة، تمنحه الشركات المنتجة والمصدرة في دولة ما للمستوردين في دولة أخرى وتستخدم حصيلة هذا القرض في شراء سلع وخدمات من الشركات المانحة للائتمان، وعادة ما يتم عقد هذه القروض على أساس فترات زمنية تتراوح بين ٣٦٠ يوما إلى ١٠ سنوات.

ب. القروض المصرفية: وهي قروض قصيرة الأجل تمنحها المصارف التجارية الأجنبية للبلاد النامية بغرض تمويل عجز موسمي ومؤقت في حصيلة النقد الأجنبي، وتتراوح آجال استحقاق هذه القروض بين ٠٦ أشهر وسنة، وتكون أسعار



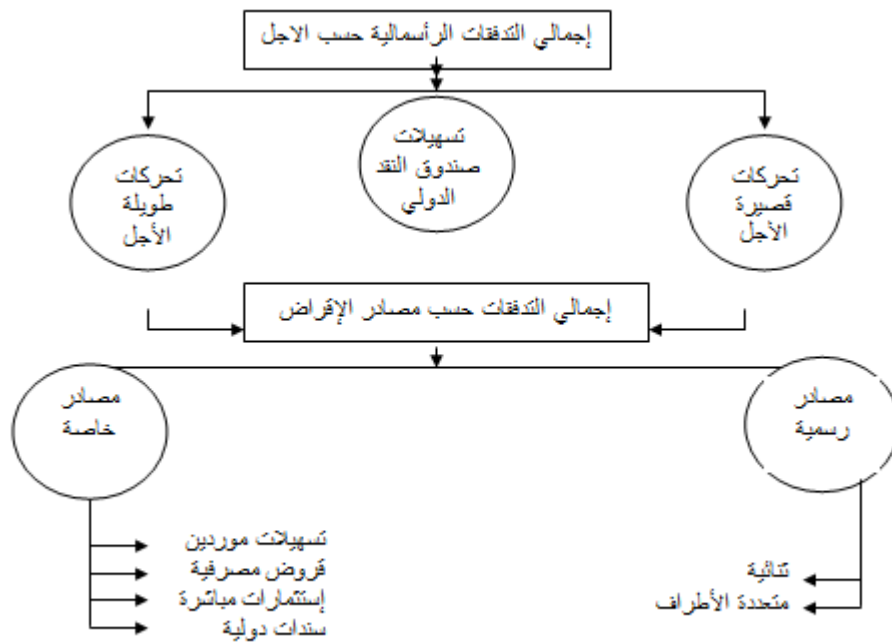
فائدتها حسب أسعار الفائدة السائدة في الأسواق الدولية.

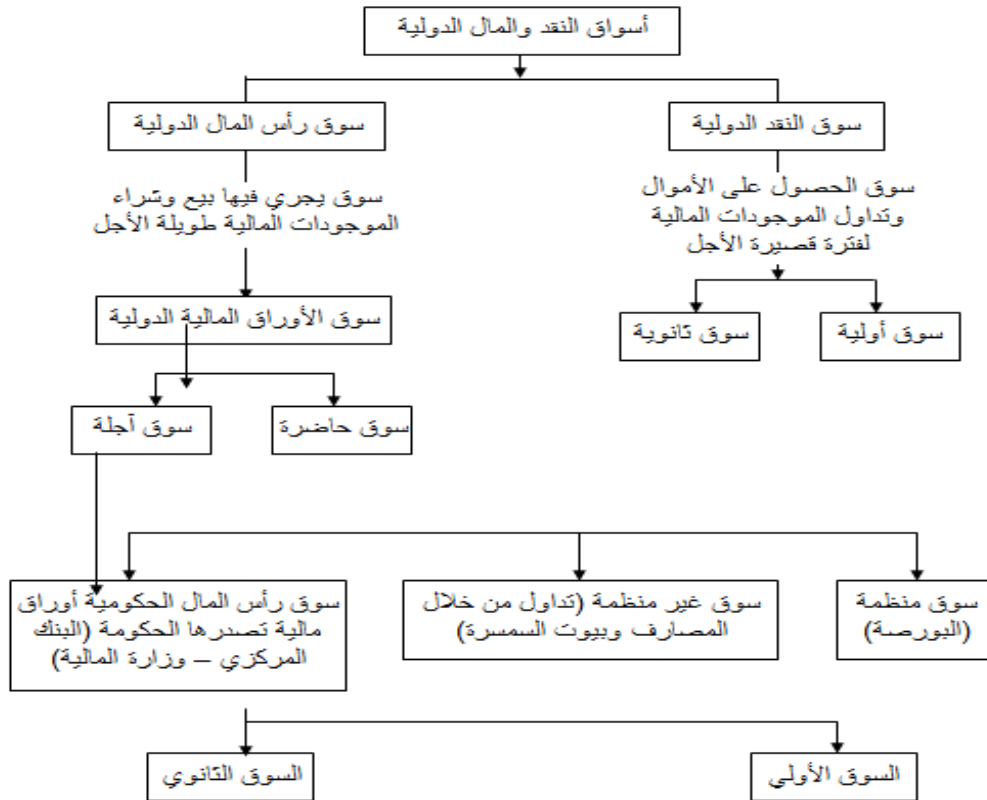
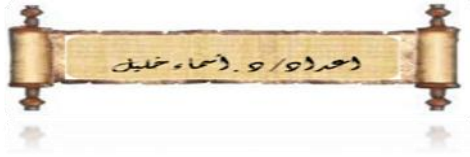
ج. السندات الدولية: تعتبر أحد أهم أجزاء أسواق المال الدولية، وهو أداة هامة للحصول على السيولة طويلة الأجل. تتنوع السندات المصدرة تنوعا كبيرا، فهناك السندات بأسعار فائدة متغيرة حسب أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية، على العملة التي تم بها إصدار هذه السندات، كما يمكن إعطاء الحق لحاملها في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة إذا ما انخفضت أسعار الفائدة السائدة عن مستوى محدد، أو إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم ملكية في الشركات التي أصدرتها.

د. الاستثمارات المباشرة:

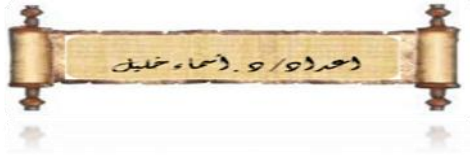
ويوضح الشكل التالي الإطار العام لمجمل التدفقات الرأسمالية على

المستوى الدولي:





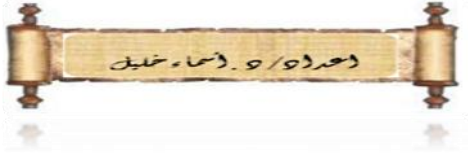
شكل رقم (٣) أنواع أسواق العملات الدولية



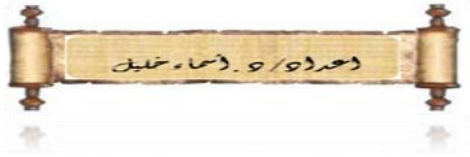
ثامناً: قائمة مراجع الدراسة

١. المراجع باللغة العربية:

- أحمد، عبد الفضيل محمد. (٢٠٠٩). وقف التداول في البورصة: دراسة بمناسبة الأزمة المالية العالمية سنة ٢٠٠٨ مع التركيز علي بورصة الكويت، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة، ع ٤٦ : ١-٦٧.
- جلال، إبراهيم العبد. (٢٠٠٣). تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى.
- جميل، أحمد توفيق. (دون سنة نشر). أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان.
- جميل، أحمد صبحي. (٢٠١١). الآثار الاقتصادية والاجتماعية لظاهرة غسل الأموال ودور المصارف في مكافحتها (دراسة استطلاعية في عينة من المصارف العراقية). مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية. جامعة بغداد، ع ٢٧ : ٨٧-١١٢.
- الحاج، طارق. (٢٠٠٨). مظاهر الفساد الإداري والمالي. مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية- الأردن، ع ٤٤ : ٤-٧٩.
- حامد العربي، الحضييري. (٢٠٠٠). تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر.
- حنظل، قاسم أحمد. (٢٠٠٦). عمليات غسل الاموال والآثار الاقتصادية والمكافحة. مجلة الإدارة والأقتصاد. الجامعة المستنصرية، ع ٦١ : ١٥-٣٢.
- خلاوي، ستار جابر. (٢٠١٣). مخاطر الصيرفة الالكترونية وعمليات غسل الأموال. مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية. جامعة واسط، ع ١١ : ٢٤٥-٢٧٢.
- خلف، بلاسم جميل. (٢٠١٢). ظاهرتي الفساد وغسيل الأموال - أسبابهما ومخاطرهما ودورهما في تمويل الإرهاب في العراق وسبل المعالجة. مجلة دراسات محاسبية ومالية. جامعة بغداد، م ٧، ع ١٩ : ٢٩-٥١.
- خلف، وحيدة، جبر. (٢٠٠٥). الجهاز المصرفي وعمليات غسل الأموال اليات الغسيل ووسائل المكافحة. المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية. الجامعة المستنصرية، ع ٧ : ١٠٤-١٢٢.



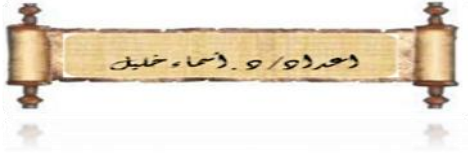
- الدوغجي، علي. (٢٠١٢). دور الرقابة والتدقيق الخارجي في مكافحة غسل الاموال. *مجلة الإدارة والأقتصاد. الجامعة المستنصرية*، م ٢، ع ٩٣ : ١٠٧-١٣٢.
- زياد، رمضان. (٢٠٠٢). *مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي*، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى.
- سلمان، أحمد هادي، وميخا، لهيب توما. (٢٠٠٧). الأنعكاسات المترتبة على ظاهرة غسل الاموال. *مجلة الإدارة والأقتصاد. الجامعة المستنصرية*، ع ٦٧ : ٢١٢-٢٣٥.
- سلمان، فالح داود، والشمري، صادق راشد. (٢٠٠٨). غسل الاموال (الأثار- والمعالجات). *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية. جامعة بغداد*، ع ١٦ : ١٠٩-١٣٠.
- السيد، أمين. (٢٠٠٦). *التحليل المالي لأعراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة الدار الجامعية*، مصر.
- الشرقاوي، ماجد أبو النجا. (٢٠١٢). الرقابة المصرفية علي عمليات غسل الأموال باستخدام نظم الدفع الإلكتروني. *مجلة مصر المعاصرة - مصر*، م ١٠٤، ع ٥٠٨ : ٥١-٨٢.
- صلاح الدين، جودة. (٢٠٠٠). *بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً*، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى .
- صلاح الدين، حسن السيسي. (٢٠٠٣). *بورصة الأوراق المالية الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح*، عالم الكتاب، الطبعة الأولى، مصر.
- العاني، ماجد حميد. (٢٠١٤). اثر تطبيق آليات مكافحة غسل الاموال في الجهاز المصرفي في العراق في تقليص انتشار هذه الظاهرة - دراسة ميدانية في عينة من المصارف الاهلية. *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية. جامعة بغداد*، ع ٣٩ : ١٨١-٢٠٦.
- عبد الغفار، حنفي. (٢٠٠٣). *بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)*، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
- عبد الغفار، حنفي، و قرياقص، رسمية. (٢٠٠٠). *أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الوراق المالية شركات التأمين شركات استثمار)*، الدار الجامعية، مصر.



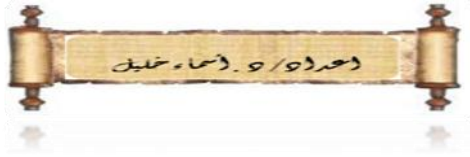
- عبد الله، خبابة. (٢٠١٣). انعكاسات غسل الأموال علي تمويل التنمية في الدول النامية. **مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية**، ع ٣٦: ١١٥ - ١٣٨.
- عبد النافع، الزرري، و فرح، غازي (٢٠٠١). **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى.
- العبيدي، صباح مجيد. (٢٠٠٥). عملية غسل الاموال ابرز المضامين و سبل المعالجة. **المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية**. الجامعة المستنصرية، ع ٧: ٤٦ - ٦٠.
- العمري، أحمد محمد. (٢٠٠٢). جريمة غسل الأموال نظرة دولية لجوانبها الإجتماعية والنظامية والاقتصادية. **مجلة الكويت الاقتصادية**، م ٧، ع ١٤٤: ٨٣ - ٩٣.
- فرحان، خالد أحمد، وراضي، حسن خلف. (٢٠١٢). ظاهرتي غسل الأموال والفساد الإداري والمالي وأثرهما على الاقتصاد العراقي - دراسة حالة بعد الاحتلال الأمريكي للعراق. **مجلة المنصور**، ع ١٧: ٥٩ - ٨٧.
- لشهب، بديعة. (٢٠٠٨). أثر غسل الأموال في القطاعين المالي والإنتاجي. **مجلة بحوث اقتصادية عربية**، مركز دراسات الوحدة العربية - بيروت، ع ٤٣، ٤٤: ٧ - ١٤.
- منير، إبراهيم هندي. (١٩٩٩). **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- المهائني، محمد خالد. (٢٠٠٨). الفساد الإداري والمالي وأسبابه ومدخل الرقابة الحكومية لمكافحته. **مجلة رماح للبحوث والدراسات**، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية - الأردن، ع ٤: ٤٤ - ٧٩.
- ناجي، جمال. (١٩٩٨). **إدارة المحفظة الأوراق المالية**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع بيروت، الطبعة الأولى.

٢. المراجع باللغة الإنجليزية:

- Abu Olaim, A. M. and Rahman, A. A. (2016). The Impact of Jordanian Anti Money Laundering Laws on Banks. **Journal of Money Laundering Control**, 19 (1) pp. 70 – 78.



- Ameya, K. and Asha, R. (2013). Co-designing Compliance to the Anti-Money Laundering Act within the Small and Medium Enterprise Sector. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, 21 (1), 84 – 101.
- Cassandro, M. and Jail, S. (2013). Money laundering and Corrupt Officials: a Dynamic Model. **Journal of Money Laundering Control**, 16 (1), 55 – 61.
- Dion, M. (2015). Is Money Laundering an Ethical Issue?. **Journal of Money Laundering Control**, 18 (4), pp. 425 – 437.
- Drezewski, R., Sepielak, J. and Filipkowski, W. (2012). System Supporting Money Laundering Detection. **Digital Investigation**, 9, pp. 8-21.
-
- Duyne, P., Groenhuijsen, M. and Schudelaro, A. (2005). Balancing Financial Threats and Legal Interests in Money Laundering Policy. **Journal of Crime, Law and Social Change**, 43 (2), 117-147.
- Idowu, A. and Obasan, K. (2012). Anti-Money Laundering Policy and its Effects on Bank Performance in Nigeria, **Business Intelligence Journal**, 5 (2). 367- 373.
- Isa, Y. M., Sanusi, Z. M., Hanift, M. N. and Barnes, P. A. (2015). Money Laundering Risk: From the Bankers' and Regulators Perspectives. **Procedia Economics and Finance**, 28, pp. 7 – 13.
- Keesoony, S. (2016). International Anti-Money Laundering Laws: the Problems with Enforcement. **Journal of Money Laundering Control**, 19 (2). pp 2-20.



- Kemal, M. U. (2014). Anti-money Laundering Regulations and its Effectiveness. **Journal of Money Laundering Control**, 17 (4) pp. 416 – 427.
- Merlonghi, G., 2010. Fighting Financial Crime in the Age of Electronic Money: Opportunities and Limitations. **Journal of Money Laundering Control**, 13 (3), 202-214.
- Naheem, M. A. (2015). Money Laundering using Investment Companies. **Journal of Money Laundering Control**. 18 (4) pp. 438 – 446.

<http://www.ifac.org>

http://www.mlcu.org.eg/index_arabic.htm

http://www.egx.com.eg/arabic/Related_Laws.aspx

<http://www.egx.com.eg/arabic/Stocks.aspx>

<http://www.egyptse.com/arabic/listedstocks.aspx>

<http://www.alborsanews.com/%d8%a3%d9%86%d8%b4%d8%b7-%d8%a7%d9%84%d8%b4%d8%b1%d9%83%d8%a7%d8%aa>